國立政治大學 國際經營與貿易學系

碩士學位論文

# 論國際投資仲裁判斷與公司法制之衝突

# *On the Conflict Between International Investment Arbitration Decisions and Corporate Law Regimes*

指導教授：薛景文 博士

研究生：張書芳 撰

中華民國114年7月

# 謝詞

至今，我仍然覺得不可思議，曾經的我覺得論文這條路似乎永遠也走不完，但如今，暮然回首，這一切也就這樣過去了。從加入法組、電子報的寫作、專業課程的參與都讓我受益良多，雖然過程很痛苦，但這條路真的讓我成長了很多。

首先，我要感謝薛老師，薛老師就像是一盞明燈，在一片黑暗中照亮了我論文前行的方向，也是因為薛老師的鼓勵，才讓我相信自己真的可以完成本篇論文。接著，我要感謝法組的老師們，大楊老師、施老師、小楊老師，大楊老師非常關心學生的心理狀態，在我遇到找題目的瓶頸時，是老師的一席話讓我意識到自己的盲點；施老師的課堂上總是伴隨著很多的歡聲笑語，我從老師的課堂上收穫良多，感謝老師一路以來的關心與祝福；謝謝小楊老師以他溫柔的言語、關心，接住我被論文摧殘且殘破不堪的心靈。謝謝我的口試委員們，林建中老師、陳俊元老師及鄭瑞健老師，謝謝他們溫柔地給予我修改上的建議。再來我要感謝與我在法組相遇的學長姐、學弟妹們，並特別感謝昀蓁、易婕、子雅、家卉，是他們的鼓勵讓我看到論文寫作的出口。

最後，我要感謝我的家人，不論我幾歲，他們都把我視為家裡的小寶貝，給予很多的愛與包容。一路走來，今天的我是因為無數人的幫助才到達這裡，雖然無法於謝詞中一一唱名，但我會永遠懷抱著感恩的心，把善意繼續傳遞下去。

# 摘要

英美法系或大陸法系原則上皆禁止股東就反射性損失為主張，惟國際投資法卻允許股東就公司所受之損害提出索賠，採取與內國法下之相異見解。地主國會以該權利屬於公司而非股東，主張仲裁庭對此類案件欠缺管轄權，但仲裁庭皆以股東持有股份符合投資協定所定義之「投資」，便具備「投資人」之地位，股東有權於投資仲裁下尋求救濟，惟仲裁庭如此解釋會造成兩法制間之衝突，與內國公司法下之原理原則有違。

本文透過探詢內國公司法下之原理原則及公司法規範，並透過國際投資法下之投資協定、仲裁判斷，分別建構兩個法制下之股東權益範圍，釐清法制之間的具體衝突，且同時探討聯合國國際貿易法委員會第三工作小組於 2023 年提出之修正草案是否為一合適的解決方案。

關鍵字：國際投資仲裁判斷、國際投資協定、反射性損失、法制間的差異

# Abstract

Both common law and civil law systems generally prohibit shareholders from claiming for shareholder reflective loss. However, international investment law adopts a different approach from that of domestic law, allowing shareholders to bring claims for losses suffered by the company. Host States often argue that such rights belong to the company rather than to its shareholders, and therefore that arbitral tribunals lack jurisdiction over such claims. Nonetheless, tribunals have consistently held that shareholders, by virtue of holding shares that qualify as an "investment" under the relevant investment treaty, attain the status of "investors" and are entitled to seek relief under investment arbitration. This interpretation, however, gives rise to a conflict between the two legal regimes, as it contravenes the principles underpinning domestic company law.

This paper examines the principles and rules of domestic company law, as well as investment treaties and arbitral decisions under international investment law, to delineate the scope of shareholder rights in each regime and clarify the specific points of conflict between them. It also considers whether the 2023 draft amendment proposed by UNCITRAL Working Group III offers an appropriate solution.

Keywords: International investment arbitration, Shareholder Reflective Loss, Differences between legal frameworks, Investment Treaty

# 目錄


*第一章 緒論* ____ *1*

**第一節 研究動機與目的** ____ **1**

**第二節 研究架構與範圍** ____ **3**

**第三節 研究方法與限制** ____ **5**

*第二章 內國法下股東權之建構* ____ *7*

**第一節 公司法制的內涵** ____ **8**

第一項 公司獨立法人格 ____ 8

第二項 股東有限責任 ____ 9

第三項 可轉讓之股份 ____ 10

第四項 授權董事會之經營管理 ____ 11

第五項 以出資人為中心之所有權結構 ____ 12

**第二節 股東權利** ____ **13**

第一項 經濟權 ____ 13

第二項 控制權 ____ 15

第三項 資訊權 ____ 17

第四項 訴訟權 ____ 18

第一款 美國 ____ 18

第二款 英國 ____ 23

第三款 小結 ____ 28

**第三節 公司與股東** ____ **31**

第一項 誰擁有公司 ____ 31

第二項 公司目的 ____ 32

**第四節 小結** ____ **35**

*第三章 國際投資法對股東權益之保障* ____ *37*

**第一節 國際投資協定對股東權益保障上之規範** ____ **37**

第一項 國際投資法之發展回顧 ____ 37

第二項 國際投資法受保障主體的原則建立 ____ 41

第一款 投資 ____ 42


國立政治大學 National Chengchi University

第二款 投資人 44
第三款 股東為受國際投資法保障之投資人 45
第二項 投資協定及仲裁規則下股東救濟之限縮性規範 45
第一款 持股比例門檻對股東請求權之限制 46
第二款 以徵收章節之條文用字為中心的探討 46
第三款 股東控訴權之雙軌設計與其限縮意涵 48
第四款 UNCITRAL 第三工作小組之提案——股東控訴權行使要件之明文化 50
**第二節 國際投資仲裁下形塑之股東權益 52**
第一項 股東提出反射性損失控訴為救濟 52
第一款 控訴權行使的門檻與控訴股東之持股比例無關 55
第二款 控訴股東透過控訴權的行使突破投資實體決策權 58
第二項 股東控訴權之行使界限——可受理性之判斷 61
第三項 仲裁庭對股東主張反射性損失的計算方式 65
***第四章 國際投資法下與內國法就保障之落差與衝突 72***
**第一節 與內國法制度之落差 72**
第一項 公司法與國際投資法規範重心之不同 72
第二項 股東得主張反射性損失及其受償範圍 73
**第二節 因落差所致國際投資法與內國公司法之衝突 77**
第一項 債權人優先原則之破壞 77
第二項 公司之決策機關——股東或董事會 79
第三項 小結 80
***第五章 探討調和投資法與公司法衝突之必要性及其途徑 82***
**第一節 投資法無須改革——仲裁實踐之合理性辯護 82**
**第二節 投資法應加以限制——避免對公司法制的破壞 84**
**第三節 追本溯源——仲裁庭所為之謬誤 85**
**第四節 本文評析 87**
***第六章 結論 91***
***參考文獻 95***

# 圖次

圖 1— Sempra 的控股結構 ..... 59

圖 2— 2011 年 OTMTI 對 OTA 之控股架構 ..... 63

國立政治大學 National Chengchi University

# 表次

表格 1—仲裁庭審理階段之主軸及討論主體整理 ..... 74

國立政治大學 National Chengchi University

# 第一章 緒論

## 第一節 研究動機與目的

英美法系或大陸法系禁止股東就反射性損失為主張，惟國際投資爭端解決中心（The International Centre for Settlement of Investment Disputes，以下簡稱 ICSID），一專門處理外國投資人與地主國間投資爭端之仲裁機構，抱持不同看法，仲裁庭因對國際投資協定（international investment agreements）採寬鬆解釋，而允許股東得就反射性損失主張，更有律師將此法規範不一致評論為「股東的靈丹妙藥[1]」，學者對此議題亦有撰文，有部分學者將重點置於仲裁程序之矛盾上，如雙重受償（double recovery）、平行程序（parallel proceeding）等問題，並積極提出解決方案[2]，亦有部分學者意識到兩法制間的矛盾，而提議改革方式[3]。

但何謂反身性損失？反射性損失係指公司因他人的行為而受有直接損害，股東作為公司該組織內之成員，亦同時受有間接損害，又稱反射性損失（shareholder reflective loss）或反射利益，公司股票價值下跌的損害即為一標準示例。

內國法禁止股東就反射性損失索賠之理由，係因該損失為公司的損失，當公司就該損失受償時，股東亦會間接回復其損害，又因公司具有獨立之法人格，公

[1] 股東的靈丹妙藥：通過條約仲裁追討反射損失，香港律師會會刊，2023 年 1 月，網址：https://www.hk-lawyer.org/tc/content/股東的靈丹妙藥:通過-條約仲裁追討反射損失（最後瀏覽日：2025 年 7 月 9 日）。

[2] LUKAS VANHONNAEKER, SHAREHOLDERS' CLAIMS FOR REFLECTIVE LOSS IN INTERNATIONAL INVESTMENT LAW (Cambridge Univ. Press 2020).

[3] *See generally* Anuki Suraweera, *Shareholder Claims for Reflective Loss in Investor-State Dispute Settlement: Proposing Reform Options for States*, 38(3) ICSID REVIEW - FOREIGN INVESTMENT L. J., 595 (2023); Raphael Ren, Shareholder Protection in International Investment Law, 39(3) ARBITRATION INTL., 425 (2023); Julian Arato, Kathleen Claussen, Jaemin Lee and Giovanni Zarra, *Reforming Shareholder Claims in Investor-State Dispute Settlement*, 14(2) JOURNAL OF INTL. DISPUTE SETTLEMENT 242 (2023); Vera Korzun, Shareholder Claims for Reflective Loss: How International Investment Law Changes Corporate Law and Governance, 40 U. PA. J. INT'L L. 189 (2018).

司可自行出面主張所受損害之賠償，僅於例外之情況下，即公司損害的發生是因董事或控制股東之行為所致，始例外賦予股東代位主張之權利。

在英國 *Johnson v. Gore Wood & Co* 案中，法院認為股東不能向被告主張因公司股價下跌致其受有損害，因股東本身並未遭受任何直接損失，股東持有的股份代表其依公司章程享有參與公司事務的權利。若股東主張的損失僅為股份價值下跌的損失，或因被告的行為導致公司喪失發放股利的能力，則該損失屬於反映公司本身所遭受的損害。在此情形下，僅公司得向被告主張損害賠償，因若允許股東就該類損失自行主張，可能導致股東與公司同時獲得救濟而侵害被告之權益，或使股東取代公司受償，進而損及公司其他利害關係人，如債權人及其他股東之權益[4]。

另在 *Prudential Assurance Co Ltd. v. Newman Industries Ltd.* 案中，法院認為公司具有獨立的法人格，而公司應對其所締結之合約或所為、所受之侵權行為自負其責，股東對此無任何責任。在契約被違反或公司遭受他人侵權行為所損害時，僅公司取得該訴因，該訴因與股東無關。當股東取得該公司之股權時，股東同時接受他個人的投資會受公司命運之影響，股東自身僅得透過參與股東大會並行使其投票權影響公司決策[5]。

但在國際投資法下卻反其道而行，股東得透過 ISDS 尋求救濟，主張按其股權比例就公司所受之損害受償，因仲裁庭承認股東在國際投資法下，有獨立於投資實體（investment entity）之地位，仲裁庭除允許股東主張反射性損失外，少數股東得透過尋求仲裁庭之救濟，杯葛投資實體與地主國間達成的和解方案[6]，這

[4] *Johnson v. Gore Wood & Co.*, [2002] 2 A.C. 1 (House of Lords 2000), at 36-37.

[5] *Prudential Assurance Co. Ltd. v. Newman Industries Ltd. and Others (No. 2)*, [1982] Ch. 204 (C.A.) (Oct. 5, 1981), at 224.

[6] *Sempra Energy Int'l v. Argentine Republic*, ICSID Case No. ARB/02/16, Award, ¶ 227 (Sept. 28, 2007) [hereinafter Sempra Award].

是否已侵蝕公司決策機關之權限呢？同樣地，此舉會使得符合受投資協定保護之部分股東，有權透過仲裁程序主張其不同意[7]，這是否會造成這類股東擁有對公司事務更大的話語權呢？

本文的研究目的為探討國際投資法與內國公司法在股東權益保障上的制度落差，並分析該差異所導致的法制間矛盾，又本文非單純從公司法制的角度觀察國際投資法與內國公司法制之偏離，而係同步將國際投資法之立法目的及體制設計納入考量後，為整體評估，並思考未來可能的調整方向。

## 第二節 研究架構與範圍

本研究之範圍包括內國公司法制之特徵及其所建構之股東權利，又因公司法制之原理原則，在英美法系下多係透過法院判決逐步建立，在大陸法系則主要源於成文法規，而我國公司法自民國 55 年立法以來，雖大致遵循德日法系，但近期修法亦有逐漸採行英美法系之現象[8]，礙於筆者語言能力之限制，故本文係以英美法系下之判決及來建構。本文同步透過整理及歸納學者的見解，釐清內國公司法制之特徵。同時，為進行法制之比較，就國際投資法下之研究範圍包括投資仲裁判斷及投資協定，並將仲裁判斷之整理重點置於有明確展現與內國公司法制之矛盾的案例上。

本文欲特別說明的為，本文於第二章係擇定以控股公司（Shareholding Company）之架構來歸納、整理公司法制之特徵及股東權益，雖然公司之型態，

[7] *See* David Gaukrodger, *Investment Treaties as Corporate Law: Shareholder Claims and Issues of Consistency, OECD Working Papers on International Investment 2013/03*, OECD Investment Division, 2013 [hereinafter OECD Working Papers 2013/03].

[8] 公司法全盤修正修法委員會，公司法全盤修正修法建議文本說明，頁 9，網址：https://www.law.nccu.edu.tw/uploads/asset/data/5fc364a2dca3a31008009dd9/section1.pdf（最後瀏覽日：2025 年 7 月 9 日）。

依據不同國家內國法之規定有百百種[9]，又參美國雙邊投資協定模範法（2012 U.S. Model Bilateral Investment Treaty）之企業（enterprise）定義[10]，投資協定下受保護之投資實體種類非僅限於控股公司，惟在多數投資仲裁案件中，投資人係以控股公司為投資之載體，並藉此享受投資實體所帶來的投資利益[11]，故本文擇定以控股公司之架構來歸納、整理公司法制之特徵及控股公司下之股東權益，本文以下除非特別說明，「公司」二字皆指涉「控股公司」。

本研究之架構為，第一章為緒論，介紹本文之研究動機與目的、研究方法與範圍及研究方法與限制，接著於第二、三章分別介紹內國公司法制對股東權益之建構及國際投資法下股東權益之保障範圍，完成上述鋪陳後，遂於第四章檢視第三章所重點篩選出之國際投資法之仲裁判斷，並佐以內國公司法制之原理原則，具體點出法制間之落差及致生的衝突。第五章則回顧學者們的意見，對主張投資法毋需改革及應限縮股東控訴權之見解為評析，接著本文試著追本溯源，嘗試釐清仲裁庭為何會落入此爭議之緣由，並納入對 UNCITRAL 第三工作小組於 2023 年提出之改革草案的討論。第六章則綜合上述討論後，作一結論。

---

[9] 以我國為例，我國公司法規範之公司型態有無限公司、有限公司、兩合公司、股份有限公司，除公司法之規範外，尚有有限合夥法。雖然，按該法成立之有限合夥係具有獨立法人格之社團法人，與公司法規範之公司本質不同，惟此亦為營利事業組織型態之一環，請參考公司法第 2 條第一項之規定及有限合夥法及其立法理由，網址：立法院法律系統，有限合夥法異動條文及理由，2015 年 6 月 5 日，https://lis.ly.gov.tw/lglawc/lawsingle?0%5E60C060060C0C0660C06006970C066AC06C060D0C2662C862070C（最後瀏覽日：2025 年 7 月 9 日）。

[10] U.S. DEP'T OF STATE, 2012 U.S. Model Bilateral Investment Treaty (2012), art. 1 (providing that: ""enterprise" means any entity constituted or organized under applicable law, whether or not for profit, and whether privately or governmentally owned or controlled, including a corporation, trust, partnership, sole proprietorship, joint venture, association, or similar organization; and a branch of an enterprise"), https://ustr.gov/sites/default/files/BIT%20text%20for%20ACIEP%20Meeting.pdf.

[11] *See e.g. CMS Gas Transmission Co. v. Argentine Republic,* ICSID Case No. ARB/01/8, Decision on Jurisdiction, ¶ 19 (July 17, 2003) [hereinafter CMS Decision on Jurisdiction]; *Asian Agricultural Products Ltd. (AAPL) v. Republic of Sri Lanka*, ICSID (W. Bank) ARB/ 87/3, Final Award, ¶¶ 3,95 (Jun. 27, 1990) [hereinafter AAPL Final Award].

## 第三節 研究方法與限制

本研究採用文獻回顧法，整理、分析一手資料，如國際投資仲裁判斷、國際投資協定、以及英美法系下，建立公司法原理原則之重要判決；並輔以二手資料，包括國際期刊、專書、學位論文、國際組織之研究報告及公開網站資料等。透過文獻整理與分析，釐清不同法制下對股東權益保護之建構，進一步運用比較分析法，以辨識各法制間之差異。最終，本文在以國際投資法之立法目的為評析基礎下，採用規範分析法，提出對國際投資法下股東保護架構之價值判斷與建議。

本研究擇定投資人仲裁案例係基於以下因素，第一，該案例可清楚呈現出內國法及投資法間之差異及矛盾，例如，股東透過向 ISDS 尋求救濟，以突破投資實體與地主國間已達成的和解協議[12]；第二，控訴人及地主國有針對該爭議提出正反方之見解，而仲裁庭有針對該爭議為回應；第三，仲裁庭之見解有變更的情況，且該變更與股東權益有涉。另關於本研究擇定投資協定之部分，本文係擇取有提及股東權益之投資協定，又或該條文內容之呈現上有納入與其他投資協定之不同之處，致被認為締約國旨在處理股東權益之條文。

本研究所受的限制，首先莫過於筆者語言上之限制，部分仲裁判斷係以英文以外之語言為之，筆者僅能透過閱讀二手文獻，整理並嘗試理解仲裁庭之判斷；其次，基於國際投資仲裁之保密性，非所有仲裁庭之判斷及不同階段之程序判斷皆屬於公開資料；最後，投資協定於本研究作成當下，按聯合國貿易和發展（UN Trade and Development）下的 Investment Policy hub 的統計，目前雙邊投資協定（Bilateral Investment Treaties, BITs）有 2848 筆，而在貿易協定下有納入投資章節的有 489 筆[13]，筆者礙於時間因素及現實上之不可能性，未能完整整理，僅能

[12] *See generally* Sempra Award.

[13] UNCTAD Investment Policy Hub, *International Investment Agreements Navigator*, https://investmentpolicy.unctad.org/international-investment-agreements (last visited July 9, 2025).

按上述標準，擇具代表性之條文為介紹，故筆者之研究受有上述侷限。

國立政治大學 National Chengchi University

# 第二章 內國法下股東權之建構

現行公司法發展非一蹴而就，制度的出現係因應商業發展之需求，從最初的個體戶經營，即經營者需要與市場上的參與者個別成立諸多契約，以規範各方間的權利義務，到規約公司（regulated company），規約公司內之成員繳納入夥金後各自以自己的帳戶對外進行交易，成員僅係利用規約公司之招牌，惟仍係以自己之帳戶對外進行交易、獨立開展業務，嗣後，為更便利化殖民業務經營所成立之合股公司（joint stock company），將全體公司參與者之資金投入為共同資本，並以共同之帳號統一經營，荷蘭東印度公司為一適例[14]。

隨著商業經營模式的改變、制度變化的積累，有經濟學家將現代公司組織形容為契約之連鎖（nexus of contracts），公司與各方參與人間之相互關係，取決於契約和相對應之契約法，而非公司法或公司作為一個實體之地位。若出資人除出資外，所有與債權人間、員工間之契約皆要以出資人的名義為之，就如同出資人自身站在上述不同契約的關係間，如此會使得商業經營之成本大幅上升，故法律上擬制公司為一獨立法人格，代替出資人站在所有契約關係間，以降低交易、商業經營等各項成本，由此可見，公司係眾多現有與潛在契約之集合，彼此交織成為契約之網路[15]，舉例而言，公司與股東間以章程規範、公司與其債權人間係成立借貸契約、公司與其員工間乃勞雇契約。

本文從公司法制及股東權利之內涵開始，同時重點介紹英國及美國內國法下賦予股東權利受損時之救濟途徑，了解股東與公司之間在內國法下之關係及互動，以便與國際投資法下賦予之股東保護及其與內國法之矛盾為比較、釐清，另本文亦會探討公司之目的，試圖回應在公司本身與股東間，有利益衝突時應以何者的

[14] 王志誠、許光承，股東權之理論基礎及其權利保護，華岡法粹，第 67 期，頁 44-53（2019 年）。

[15] Michael C. Jensen & William H. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, 3 J. FIN. ECON. 305 (1976).

利益為優先，以釐清股東利益的保護界限。

## 第一節 公司法制的內涵

在不同國家之法體系下，就公司這一擬制法人格是否有共通之特色？有學者將其整合為以下五個核心特徵，公司獨立法人格（legal personality）、股東有限責任（limited liability）、可轉讓之股份（transferable shares）、授權董事會之經營管理（delegated management under a board structure）及以投資人為中心之所有權結構形式（investor ownership），當然在不同內國法仍有相異之規範，且並非所有的公司形式皆符合上述特徵，惟在市場經濟之下，各國較具規模之企業皆符合上述特徵，又各國的立法者為使其本國內商業活動中的參與者透過公司為交易、降低開展業務的成本，並打造一個吸引外國投資人之法規範，故有動機制定滿足上述5項特徵之法規範[16]。

### 第一項 公司獨立法人格

公司享有獨立法人格，在限制範圍內享受權利、負擔義務，又公司作為契約當事人之一方，得擁有自己的財產，而該財產被視為由公司所有，而不是由公司股東所有，如此區分的原因為「實體隔離（entity shielding）」，將公司所有資產與公司股東之資產隔離，使得公司之債權人不得就股東的個人資產主張，相對的，股東個人之債權人亦不得就公司所有的資產為主張[17]。實體隔離涉及兩個法律上之原則，一為債權人優先原則（priority rule），公司債權人對公司資產的優先請求權，公司債權人的受償順序優先於股東個人，且作為預設規則（default rule）[18]，

[16] JOHN ARMOUR, ET AL., *What is Corporate Law?*, *in* THE ANATOMY OF CORPORATE LAW: A COMPARATIVE AND FUNCTIONAL APPROACH 1 (Reinier Kraakman eds., 3d ed. 2017).

[17] *Id.,* at 5-8.

[18] 預設規則相較於強行規定（mandatory rule），預設規則可以當事人之合意變更之，而強行規定因具有重要的法律保護利益，故不允許當事人以雙方合意變更之。

公司的資產會自動用於履行公司的契約責任[19]；二為清算保護原則（liquidation protection），股東不得任意取回對公司的出資[20]，股東個人之債權人亦不得對公司資產實施擔保物權。透過上述原則的建立，使得可轉讓之股份制度的落實成為可能[21]。在公司所涉「資產」為公司與外部第三人間的契約協議時，債權人優先和清算保護原則會相互強化其效益，隨著企業價值創造更多地來自於因談判達成的各種契約間的互動，這不僅使得談判此類契約變得更加容易，還提升了股東的流動性，同時對於企業所有者而言，轉讓股份遠比獨資者轉讓其契約來得容易許多[22]。

## 第二項 股東有限責任

公司法人格（corporate personality）之確立，將公司視為獨立於出資者以外之法律實體，且搭配股東有限責任之設計，達成資產分割（assets partitioning）之目的，上述即為現代公司法制的核心原則[23]。

股東有限責任的內涵為公司債權人不得向股東求償，公司債權人僅得就公司所有之資產受償，即其得受償之標的物不及於公司股東所有的個人資產。換言之，有限責任在公司債權人與股東個人資產與間立了一道防火牆，如此為股東設定了損失的上限，使得他們可以多元化、分散其投資，使資金的流動更為便利，同時

[19] ARMOUR, ET AL., *supra* note 16, at 5-8.

[20] 我國對股東任意收回股款有處以刑罰之規定，公司法，第 9 條：「公司應收之股款，股東並未實際繳納，而以申請文件表明收足，或股東雖已繳納而於登記後將股款發還股東，或任由股東收回者，公司負責人各處五年以下有期徒刑、拘役或科或併科新臺幣五十萬元以上二百五十萬元以下罰金」。

[21] ARMOUR, ET AL., *supra* note 16, at 5-8.

[22] *Id*., at 5-8.

[23] 王志誠，法人格獨立原則之適用及界限，月旦法學雜誌，第 207 期，頁 17-19（2012 年）。

也降低了公司取得資金之成本[24]。

股東有限責任與上述論及的實體隔離相反，實體隔離係指「股東的債權人不得對公司資產求償」，而股東有限責任係指「公司債權人不可對股東的資產求償」，換句話說，公司以兩種方式對資產進行分割，首先，它提供了「所有人隔離（owner shielding）」，即保護股東的個人資產免受公司債權人的追索，公司以股東有限責任原則之落實來達成；其次，公司提供實體隔離，保護公司資產免受股東個人債權人的追索。實體隔離雖然不像有限責任原則那樣備受推崇，但它是更基本的資產分割形式，因為單靠契約而不借助法律規範很難實現這一點，若分別從公司及公司股東之視角觀察，通過資產分割之落實，股東個人財產與公司財產間的區分，得以維護公司財產之獨立性[25]。

於德國公司法下也有此概念，稱為分離原則（Trennungsprinzip），債權人放棄要求公司股東承擔相應債務之權利，並賦予股東有限責任的保護；股東則承諾遵守公司之資本制度，除不得任意收回其已繳交之股款外，及當公司進入破產程序時，股東放棄優先受償權[26]。

### 第三項 可轉讓之股份

可轉讓之股份意味著公司經營不會因股東人事變更而影響，因為對手交易的對象為公司，而非公司股東，即交易對手與公司間成立之契約不會因為股東將股權轉讓予第三人而受影響，此項原則之建立使得股東的權利更具流動性，且使他們能建構及維持股東個人投資組合的彈性，可轉讓股份與前述兩項特徵法人格及

[24] ARMOUR, ET AL., *supra* note 16, at 8-10.

[25] Henry Hansmann and Richard Squire, E*xternal and Internal Asset Partitioning: Corporations and Their Subsidiaries*, *in* THE OXFORD HANDBOOK OF CORPORATE LAW AND GOVERNANCE at 251-274 (Gordon & Ringe, eds., 2018).

[26] 許德風，論公司債權人的體系保護，中國人民大學學報，第 31 期，頁 24-26（2017 年）。

有限責任緊密相關，任一特徵的欠缺皆會使公司的信用度大打折扣[27]。

又可轉讓之股份與得自由轉讓股份（freely tradable shares）間之差異不得不辨，縱前者得自由轉讓仍可能施加限制，例如我國公司法規範之閉鎖性公司，按公司法第 356 條之 1 第一項之規定：「閉鎖性股份有限公司，指股東人數不超過五十人，並於章程定有股份轉讓限制之非公開發行股票公司」，閉鎖性公司得於公司章程中設定轉讓之限制，惟其章程記載之轉讓限制不得達實質禁絕轉讓之效果，而後者則以於證券市場上市上櫃之股票為適例，任何人皆可透過委託證券經紀商於有價證券集中市場買賣。

## 第四項 授權董事會之經營管理

股東係公司之所有權人，惟公司之經營權利通常授予董事會，股東對公司原則上沒有經營之權，在公司法、證券交易法之規範上雖非絕對，但為現代公司法之規範趨勢，股權之分散有助於促進均富目標之達成，與證券交易法第 1 條之立法目的吻合[28]，且可成就以證券資本為基礎之事業，企業所有與企業經營分離原則之落實，可將企業自「人合」轉為「資合」，使企業得以永續生存，不致因人而亡，此乃企業所有與企業經營分離原則[29]。

董事會有以下特徵：一，他們與日常業務經營之經理人不同，由董事會負責監督經理人；二，董事會成員係由股東會所選任，董事會要回應股東之期待，畢竟股東係承擔公司盈利與虧損之主體；三，公司重大事項需由股東會決議[30]，因

[27] ARMOUR, ET AL., *supra* note 16, at 10-11.

[28] 證券交易法，第 1 條規定：「為發展國民經濟，並保障投資，特制定本法」。

[29] 賴英照，企業所有與企業經營之分合-證券交易法第 26 條之檢討，法學叢刊，第 112 期，頁 26-31（1983 年）。

[30] 例如我國公司法第 185 條第 1 項之規定：「公司為下列行為，應有代表已發行股份總數三分之二以上股東出席之股東會，以出席股東表決權過半數之同意行之：一、締結、變更或終止關於出租全部營業，委託經營或與他人經常共同經營之契約。二、讓與全部或主要部分之營業或財產。

該事項對股東權益影響重大，而其他則由董事會決議，制度如此設計之目的除為降低決策之成本，亦同時得使董事會身兼少數股東權益及公司其他利害關係人權益之守護者；四，董事會係以共識決的方式決議，此有助於相互監督[31]。

又公司所擁有的資產乃股東投入，資產的價值則需要以人為主力或助力而創造，而公司日常之運營係由董事會為之[32]，股東與董事會間之關係為何呢？公司係一擬制人格，其並沒有自我意識，公司的自我意識都是建立在背後操刀者的信念上。有財務學者將董事與股東間的關係以代理成本（Agency Cost）解釋[33]，股東乃本人，而董事則為代理人，當本人將事務委由代理人處理時，必然產生成本，包括監督成本（monitoring costs）、約束與激勵成本（bonding costs）、殘餘損失（residual loss），又公司經營權與所有權分離後，董事不再享有對公司資產的剩餘價值請求權，亦無須承擔決策成敗之風險，理性的董事不再是經濟學傳統中的最大理論追求者，而是追求自身效用之最大化。

### 第五項 以出資人為中心之所有權結構

股東對公司有控制權及盈餘分配之權利，以出資人為中心之所有權結構係指股東權利之行使與股東的持股比例呈現正相關，即股東權利的行使係按其股權比例為分配[34]。

---

三、受讓他人全部營業或財產，對公司營運有重大影響」。

[31] ARMOUR, ET AL., *supra* note 16, at 11-13.

[32] 與公司治理相關的更多討論可見經濟合作暨發展組織（Organization for Economic Co-operation and Development, OECD）2023 年提出的公司治理原則，G20/OECD, G20/OECD PRINCIPLES OF CORPORATE GOVERNANCE 2023 (2023) [hereinafter G20/OECD Principles].

[33] Jensen and Meckling, *supra* note 15.

[34] ARMOUR, ET AL., *supra* note 16, at 13-15.

## 第二節 股東權利

股東因對該公司投資而享有的法律上權利，而此通常被理解為使董事會對股東負責[35]。股東權利通常來自於三種法律基礎，首先為強性規定（mandatory rule），視該公司法人格之認定係採準據法主義或住所地主義，即公司依其設立國之公司法之強行規範，或按其所在住所地公司法之強行規範；其次，默認權利（Default Entitlements），即除非公司章程中有額外約定，該些默認規範應被遵守；最後，契約型權利（contract entitlements），即透過公司參與者間積極訂定協議以規範所有參與者加以遵守[36]。

股東投入資本，目的係為最大化個人利益，股東所有的為投資人所有權，其經營管理需透過董事會為之，在多數情況下，此乃一預設規則[37]，例外情況包括但不限於，對閉鎖性公司之安排[38]。話雖如此，股東的角色定義卻不如董事會來得明確，故有義務釐清其權利，以確保股東權利不會遭邊緣化[39]，學者將股東之權利內涵分為以下 4 種權利，經濟權、控制權、資訊權和訴訟權，以下分述之。

### 第一項 經濟權

股東投資公司的目的係為獲利，而其主要的獲利方式有二，公司獲利的分配及透過買賣股票賺取價差，而上述獲利方式可透過盈餘分派請求權及股份轉讓權

---

[35] John Armour, *Shareholder Rights*, 36 OXFORD REV. ECON. POL'Y 314 (2020).

[36] *Id.*

[37] *See* DEL. CODE ANN. tit. 8, § 141(a) (2024).

[38] *See* DEL. CODE ANN. tit. 8, § 351, "The certificate of incorporation of a close corporation may provide that the business of the corporation shall be managed by the stockholders of the corporation rather than by a board of directors. So long as this provision continues in effect: (1) No meeting of stockholders need be called to elect directors; (2) Unless the context clearly requires otherwise, the stockholders of the corporation shall be deemed to be directors for purposes of applying provisions of this chapter; and (3) The stockholders of the corporation shall be subject to all liabilities of directors…".

[39] Julian Velasco, *The Fundamental Rights of Shareholders*, 40 U.C. DAVIS L. REV. 413, 424 (2006).

來體現，多數學者認股東盈餘分派請求權非一完整權利，因盈餘分派與否取決於公司董事[40]，又於美國法實務運作上，法院認此決策乃係一商業判斷，而受商業判斷法則支配（business judgement rule）[41]。

在我國實務上，按對公司法第 232 條第 2 項[42]之規定為反面解釋及我國最高法院 90 年度台上字第 1721 號民事判決：「按股東盈餘分派請求權乃股東權之一種，於股東會決議分派盈餘時，股東之盈餘分派請求權即告確定，而成為具體的請求權，屬於單純之債權...」，故當公司有盈餘時，公司董事會得按公司法第 230 條第 1 項之規定編造表冊並提出盈餘分派議案予股東決議後，股東始得分派股息及紅利。

同時，股東亦可藉由在公開市場買賣股票獲利，而公司的經營管理並不會受到股東轉換之影響，現代公司多屬資合性質，而非人合性質，此權利除與公司法制股份自由轉讓原則、企業所有與企業經營分離原則等息息相關外，當股東間對經營理念有歧見時，股東亦可透過股份轉讓，回收投入公司之資本、退出公司的經營[43]。

我國股份轉讓權規範於公司法第 163 條本文：「公司股份之轉讓，除本法另有規定外，不得以章程禁止或限制之」，股份轉讓權原則上係任由股東自由行使，惟於例外之情形下，公司法、證券交易法基於不同的考量而對此權利施加限制，

[40] FRANKLIN A. GEVURTZ, CORPORATION LAW 153 (West Academic Publishing. 2000).

[41] Muschel v. W. Union Corp., 310 A.2d 904 (Del. Ch. 1973).

[42] 公司法，第 232 條第 2 項：「公司無盈餘時，不得分派股息及紅利。」

[43] 柯芳枝（2002），《公司法論（下）》，增訂五版，頁 392，三民。

包括特別股轉讓之限制[44]、限制員工權利新股[45]、閉鎖性股份有限公司得以章程對股份轉讓為限制[46]、證券交易法對內部人轉讓持股之方式限制[47]等。

## 第二項 控制權

股東原則上對公司事務無管理權限，公司事務的管理是由董事會為之，從美國德拉瓦州德拉瓦州普通公司法規範可知[48]，而於我國公司法規範下亦然，此可自公司法第 202 條規範證之[49]，原則上公司業務之執行均應由董事會決議行之，例外情形視公司法之規範或章程規定，故董事會始為公司法規範之法定業務執行機關。

我國公司法規範股東對重大事項有決策權及選任董事會成員，這給予了股東

---

44 公司法，第 157 條第一項第 7 款：「公司發行特別股時，應就下列各款於章程中定之：七、特別股轉讓之限制」；特別股轉讓之限制係 2018 年公司法修正時新增，而此修正之目的係為提供非公開發行股票公司之特別故更多樣化及允許企業擁有充足之自製空間，參立法院網站（最後瀏覽日：2025 年 7 月 9 日）。

45 限制持有期間係避免員工領取後隨即轉讓而喪失立法原旨，以凝聚向心力，詳參劉連煜（2020），《現代公司法》，增訂 15 版，頁 689，新學林；公司法第 267 條第 6 項：「公司對員工依第一項、第二項承購之股份，得限制在一定期間內不得轉讓。但其期間最長不得超過二年」。

46 公司法第 356 條之 5 第 1 項：「公司股份轉讓之限制，應於章程載明。前項股份轉讓之限制，公司發行股票者，應於股票以明顯文字註記；不發行股票者，讓與人應於交付受讓人之相關書面文件中載明。 前項股份轉讓之受讓人得請求公司給與章程影本」。

47 證券交易法第 22 條之 2 第 1 項之規定：「已依本法發行股票公司之董事、監察人、經理人或持有公司股份超過股份總額百分之十之股東，其股票之轉讓，應依左列方式之一為之：一、經主管機關核准或自申報主管機關生效日後，向非特定人為之。二、依主管機關所定持有期間及每一交易日得轉讓數量比例，於向主管機關申報之日起三日後，在集中交易市場或證券商營業處所為之。但每一交易日轉讓股數未超過一萬股者，免予申報。三、於向主管機關申報之日起三日內，向符合主管機關所定條件之特定人為之。」

48 *See* DEL. CODE ANN. tit. 8, § 141(a) (2024).

49 公司法，第 202 條之規定：「公司業務之執行，除本法或章程規定應由股東會決議之事項外，均應由董事會決議行之」。

間接控制公司的權利，重大事項之決策權包括第 277 條第 1 項之章程修訂[50]、第 185 之 1 第 1 項之公司重大資產交易[51]、第 316 條第 1 項之解散、合併或分割公司[52]等。董事選任係規範於第 198 條第一項[53]，採累積投票制的方式為之。

話雖如此，隨著越來越多個人投資人參與在公開交易市場當中，他們普遍被認為對公司經營管理無興趣，亦無能力，因多數個人投資人之股權極少，且掌握公司經營之資訊費力，故無法發揮影響力，因此，股東往往會出於理性冷漠的態度，並基於信任董事具備專業知識且能獲取更多資訊，而支持現任董事會，且個人股東通常會全權將投票權交由代理機構行使之[54]。

以我國投資人為例，個人投資人無能力行使其控制權，我國係採一股一權制度，多數情況下，個人投資人持有之股份數極少，難以撼動公司之決策，故多數個人投資人會將決策權交由股務代理機構為之，且於台灣之個人投資人相較於公司經營決策之介入，對於股東會紀念品似乎更有興趣，自財經新聞記者整理「股東會零股包餐攻略」便可略知一二[55]。

另外，機構投資者的興起也是備受關注，全球受管理資產中有很大一部分由

---

50 公司法，第 277 條第 1 項：「公司非經股東會決議，不得變更章程」。

51 公司法，第 185 條之 1 第 1 項：「公司為下列行為，應有代表已發行股份總數三分之二以上股東出席之股東會，以出席股東表決權過半數之同意行之：一、締結、變更或終止關於出租全部營業，委託經營或與他人經常共同經營之契約。二、讓與全部或主要部分之營業或財產。三、受讓他人全部營業或財產，對公司營運有重大影響」。

52 公司法，第 316 條第 1 項：「股東會對於公司解散、合併或分割之決議，應有代表已發行股份總數三分之二以上股東之出席，以出席股東表決權過半數之同意行之」。

53 公司法，第 198 條第 1 項之規定：「股東會選任董事時，每一股份有與應選出董事人數相同之選舉權，得集中選舉一人，或分配選舉數人，由所得選票代表選舉權較多者，當選為董事」。

54 Velasco, *supra* note 39, at 416-420.

55 馮萱榕，【股東會零股包餐攻略 1】零股達人傳授包餐投資法 花 2 萬爽領 1.2 萬元禮券，Yahoo！股市，2025 年 2 月 24 日，網址：https://tw.stock.yahoo.com/news/【股東會零股包餐攻略 1】零股達人傳授包餐投資法-花 2 萬爽領 12 萬元禮券-000059834.html（最後瀏覽日：2025 年 7 月 9 日）。

典型的機構投資者所運營控制，包括通常為積極管理者的養老基金和共同基金，以及通常被視為較為被動的保險公司，而經濟合作暨發展組織（Organization for Economic Cooperation and Development, OECD）的報告中指出，很多機構投資人過份被動，未能或無法積極且知情地行使控制權[56]。

### 第三項 資訊權

股東行使任何權利之前提為資訊之掌握，即「知」的權利，美國德拉瓦州德拉瓦州普通公司法規範中提及股東有權查閱或抄錄公司的股東名冊、股東名單及其他帳簿和記錄[57]，惟股東在行使行使查閱權時，必須提供合理的證據來支持其目的正當性，例如合理的理由、相關文件或其他證據，否則可能會被法院或公司拒絕[58]。

於我國法下，股東之章程簿冊查核規範於我國公司法第 210 條[59]，我國股東的查核權僅需檢具利害關係證明文件即可查閱，又符合特定條件之股東可透過向法院聲請選派檢查人的方式為章程簿冊查核，此規範於公司法第 245 條[60]，這兩者皆為資訊權之體現。

---

[56] OECD (2011), The Role of Institutional Investors in Promoting Good Corporate Governance, Corporate Governance, OECD Publishing.

[57] *See, e.g.*, DEL. CODE ANN. tit. 8, § 220 (2024).

[58] *See* Security First Corp. v. U.S. Die Casting & Dev. Co., 687 A.2d 563, 568 (Del. 1997).

[59] 公司法，第 210 條第 2 項：「前項章程及簿冊，股東及公司之債權人得檢具利害關係證明文件，指定範圍，隨時請求查閱、抄錄或複製；其備置於股務代理機構者，公司應令股務代理機構提供」。

[60] 公司法，第 245 條第 1 項：「繼續六個月以上，持有已發行股份總數百分之一以上之股東，得檢附理由、事證及說明其必要性，聲請法院選派檢查人，於必要範圍內，檢查公司業務帳目、財產情形、特定事項、特定交易文件及紀錄」。

## 第四項 訴訟權

股東訴訟權可依權利之歸屬區分為股東直接訴訟（direct suit）與股東代位訴訟（derivative suit），若受損害之權利為股東按其股權比例所享有之權利，股東得逕以自己的名義向法院尋求救濟；若受損權利所有者為公司，股東雖亦同時受有如股票價值下跌之損害，但因公司具有獨立之法人格，故股東原則上不得以自己的名義代公司行使權利，惟考量公司董事或經理人有時係造成公司損害之緣由，又或是董事間礙於同事情誼而怠於為公司主張權利，此際便有代位訴訟制度之出現，股東得在滿足特定前提要件下，代公司主張權利，並由公司承擔訴訟之成敗，以下分別就英國及美國法下制度為介紹。

### 第一款 美國

美國法下禁止股東就其所受之間接損害主張救濟之原則係建立在 *Smith v. Hurd* 之判例下，主要理由係因公司具有獨立之法人格[61]，又有學者在眾多判例中整理法院如此主張之理由，並將之歸納為以下 4 點：（1）由公司收受該損害賠償，可使公司債權人於必要時，自此款項中優先受償；（2）可避免不同股東就同一事件反覆起訴；（3）因損害賠償最終係由公司取得，故該公司所有的股東皆平等受償；（4）若允許各股東按持股比例就公司所受損害受償，則實際上有股利分配或對公司資產進行部分清算之效果，進而侵害了公司決策機構之職權[62]。

美國法律協會（American Law Institute）所編撰的公司治理原則（Principles of Corporate Governance）於對第 7.01 條之補充解釋中亦有對此加以說明，若不法行為耗盡了公司所擁有的資產，進而間接使股東權益受損，由於受損害的為公

[61] *Smith v. Hurd*, 53 Mass. (12 Met.) 371, 384-85 (1847).

[62] Editors, *Distinguishing Between Direct and Derivative Shareholder Suits*, 110 U. PA. L. REV. 1147, 1148-1149 (1962).

司本身，故股東的損害僅被視為具衍生性的；反之，若不法行為與公司所受損害係可分的，該不法行為侵害的標的為股東權利，不論係單獨股東權或少數股東權，例如拒絕或干擾股東因持有股份而合法擁有的權利行使，這會被視為股東有提起直接訴訟的原因[63]。

若受損害的公司怠於主張權利時，公司法賦予原告股東代公司主張救濟之機會，即以代位訴訟之方式為之，由一位或多位股東代表公司提起之訴訟，考量公司董事或經理人有時係造成公司損害之緣由，又或是董事間礙於同事情誼而怠於為公司主張權利，故代位訴訟控訴之對象是公司董事、經理人或其他違反職責的第三方[64]，代位訴訟之立法目的係為將公司利益之保護，自失職或瀆職的董事及經理人手中取回，並交由公司個別股東手中[65]。代位訴訟之請求權並不屬於股東個人，而是屬於公司，僅於公司擁有正當的訴因（cause of actions）卻拒絕自行提起訴訟時，股東才可代公司提起訴訟。

美國法對代位訴訟設有諸多限制，為防免少數股東利用代位訴訟制度爭取自身利益，或爭取與公司管理階層談判之籌碼，即美國代位訴訟上所遭遇之濫訴（strike suit）。代位訴訟提起之前提要件，有擔保金制度（Security for Expense）[66]、同時存在原則（Contemporaneous Ownership Rule）[67]、對內部機關之提訴請求

---

[63] *Principles of Corporate Governance: Analysis and Recommendations* § 7.01 cmt. c (AM. L. INST. 1994) (providing that: "A wrongful act that depletes corporate assets and thereby injures shareholders only indirectly, by reason of the prior injury to the corporation, should be seen as derivative in character; conversely, a wrongful act that is separate and distinct from any corporate injury, such as one that denies or interferes with the rightful incidents of share ownership, gives rise to a direct action").

[64] *See Koster v. (American) Lumbermens Mut. Cas. Co.,* 330 U.S. 518, 522 (1947); *See* Ross v. Bernhard, 396 U.S. 531, 538 (1970).

[65] *See Kamen v. Kemper Fin. Servs., Inc.*, 500 U.S. 90, 95 (1991).

[66] *See e.g.*, California Code, Corporations Code §800 (c), (d).

[67] *See* FEDERAL RULES OF CIVIL PROCEDURE §23.1(b)(1): "Pleading Requirements. The complaint must be verified and must: (1) allege that the plaintiff was a shareholder or member at the time of the transaction complained of, or that the plaintiff's share or membership later devolved on it by operation of law."

（Demand Request）[68]等，而其中對內部機關之提訴請求乃要求股東原則上於提起代位訴訟前，應先向公司董事會為請求，因公司決策者可能更有能力採取其他補救措施，以不需訴諸繁瑣且昂貴的訴訟方式解決該問題[69]，又採行此制度係為落實公司法之基本原則——商業判斷法則，即董事對於公司業務之經營享有決策權，而其中亦包涵公司是否該提起訴訟[70]。

代位訴訟的本質乃股東代公司行使其權利，故原則上股東勝訴所獲得的損害賠償金錢利益應歸屬於公司，而非原告股東[71]，但美國法院也例外承認比例賠償原則（pro rata recovery），換言之，在特殊情況之下，如在已顧及公司債權人利益之情形下，股東可以從代位訴訟中，直接按其持股比例獲得賠償[72]，此規範亦被美國法律協會收入於其所編撰的公司治理原則中[73]。

有論者統整過往法院之見解，法院通常會在以下情況下允許股東按比例賠償原則受償，包括情形一，被告係有挪用公司資產之行為之公司內部人，若受償由

---

[68] *See* FEDERAL RULES OF CIVIL PROCEDURE §23.1(b)(3): "Pleading Requirements. The complaint must be verified and must: (3) state with particularity: (A) any effort by the plaintiff to obtain the desired action from the directors or comparable authority and, if necessary, from the shareholders or members; and (B) the reasons for not obtaining the action or not making the effort."; *E.g.*, *Hawes v. Oakland*, 104 U.S. 450, 460–61, 26 L.Ed. 827 (1882).

[69] *Cramer v. General Telephone & Electronics Corp.*, 582 F.2d 259, 275 (3d Cir.1978).

[70] Dennis J. Block, Stephen A. Radin & James P. Rosenzweig, *The Role of the Business Judgment Rule in Shareholder Litigation at the Turn of the Decade*, 45 BUS. LAW. 469, 471-473 (1990).

[71] *See* Editors, *supra* note 62, at 1149; *See Knapp v. Bankers Sec. Corp.*, 230 F.2d 717, 720 (3d Cir. 1956).

[72] *See Glenn v Hoteltron Sys.*, 74 N.Y.2d 386, 393 (1989) (providing that: "While awarding damages directly to the innocent shareholder may seem equitable with respect to the parties before the court, other interests, particularly those of the corporation's creditors, should not be overlooked. The fruits of a diverted corporate opportunity are properly a corporate asset. Awarding that asset directly to a shareholder could impair the rights of creditors whose claims may be superior to that of the innocent shareholder").

[73] *Principles of Corporate Governance: Analysis and Recommendations* § 7.18 (e) (AM. L. INST. 1994) (providing that: "The court having jurisdiction over a derivative action may direct that all or a portion of the award be paid directly to individual shareholders, on a pro-rata basis, when such a payment is equitable in the circumstances and adequate provision has been made for the creditors of the corporation").

公司取得，會導致公司資產回到該被告之控制下；情形二，公司層級之救濟會導致有過錯之股東同時受益，而股東層級之救濟能使得救濟之提供精準地落在無辜之股東上；情形三，公司法人格之消滅，會導致由公司層級之受償不可行，故由股東按比例分配更有效率，但無論是上述哪一情形，法院皆需顧及相關利害關係人之利益[74]。法院於按比例賠償原則提供股東救濟時仍需謹慎，因如此之分配方式相當於強制發放股利，並剝奪公司決策機關就資金如何利用之商業判斷裁量權[75]。

另外，在美國法之操作實務上，最難判斷的便是該損害究竟屬於股東個人或是公司本身，美國德拉瓦州最高法院在 Tooley v. Donaldson 案件中提出了指標性之判斷標準，區分直接訴訟或代位訴訟應以以下兩點判斷，第一，誰遭受了所稱損害，係公司或個別股東，第二，誰將從賠償中受益[76]。從原告股東之角度觀之，股東傾向於法院認定該損害係屬於股東個人，該股東即可避免上述所述之繁瑣的代位訴訟提出之前提要件。

若該損害之權利屬於股東個人，如資訊權[77]、新股認購權[78]，股東得向法院提出直接訴訟加以救濟。舉例而言，*Horwitz v. Balaban* 法院認為，股東保持其所持有的股份與全部股本之間現有比例的權利是一種財產權，在一般情況下，這種權利不會因股份增加而被剝奪，股東直接訴權可以打擊並避免他人因詐欺性增加股

[74] *See* Note, Individual Pro Rata Recovery in Stockholders' Derivative Suits, 69 HARV. L. REV. 1314, 1314-1319 (1956); *See Goldstein v. Denner*, No. 2020-1061-JTL, 2022 WL 1797224, at ¶ 17 (Del. Ch. June 2, 2022).

[75] *See* Note, *supra* note 74,at 1319.

[76] *Tooley v. Donaldson, Lufkin & Jenrette, Inc.*, 845 A.2d 1031, at 1035 (Del. 2004) (providing that: "The analysis must be based solely on the following questions: Who suffered the alleged harm--the corporation or the suing stockholder individually--and who would receive the benefit of the recovery or other remedy?").

[77] *See e.g.*, *Kahn v. American Cone & Pretzel CO. et al.*, 365 Pa. 161 (1970).

[78] *See e.g.*, *Horwitz v. Balaban*, 112 F. Supp. 99 (S.D.N.Y. 1949).

票發行，而致其喪失股東相對地位的行為[79]。

除上述股東個人權利受損之情形及股東得以代位訴訟救濟之情形，股東們係透過在股東會行使投票權來影響公司之經營，惟少數股東礙於其持股比例無法影響公司經營階層之決定時，或面臨控制股東不公平之侵害，如不法、壓迫或詐欺時，是否有其他救濟途徑呢？

美國修正模範商業公司法§14.30 規定少數股東於特定條件下得向法院聲請裁定解散公司，包括（1）董事在公司事務之經營管理上陷入僵局，股東無法打破僵局，且公司正面臨或已遭受無可挽回的損害，或者由於僵局的存在，公司事務之經營管理已無法以有利於股東整體利益的方式為之；(2）董事或控制公司的人員曾經、正在或將要以非法、壓迫性或詐欺等方式行事；(3）股東在表決權行使上陷入僵局，且在包括至少兩次連續年度股東大會在內的一段期間內，未能選舉繼任董事以填補屆滿的董事職位；(4）公司資產遭濫用或浪費[80]。

美國修正模範商業公司法§14.34 規定，原告股東按同法§14.30 提出強制解散公司之訴後，該公司或其餘股東得選擇以公平價格收購原告股東之全部股權，以取代解散公司[81]，又美國修正模範商業公司法未賦予異議股東主動要求公司或其

[79] *Id.,* (providing that: "The right of a stockholder to maintain an existing proportion between his stock and the entire capital stock is a property right of which, under ordinary circumstances, he cannot be deprived by an increase of stock. A stockholder has a personal right of action to attack and avoid a fraudulent increase of stock made and issued to another which results in depriving him of his relative position as a stockholder").

[80] Revised Model Business Corporation Act §14.30(2): "The [name or describe court or courts] may dissolve a corporation: ...(2) in a proceeding by a shareholder if it is established that: (i) the directors are deadlocked in the management of the corporate affairs, the shareholders are unable to break the deadlock, and irreparable injury to the corporation is threatened or being suffered, or the business and affairs of the corporation can no longer be conducted to the advantage of the shareholders generally, because of the deadlock; (ii) the directors or those in control of the corporation have acted, are acting, or will act in a manner that is illegal, oppressive or fraudulent; (iii) the shareholders are deadlocked in voting power and have failed, for a period that includes at least two consecutive annual meeting dates, to elect successors to directors whose terms have expired; or (iv) the corporate assets are being misapplied or wasted."

[81] Revised Model Business Corporation Act §14.34(a): "In a proceeding under section 14.30(a)(2) to dissolve a corporation, the corporation may elect or, if it fails to elect, one or more shareholders may

餘股東收買其股份之權，此係因公司之經營需要股東長期的投入，不論是提供資本、服務或資產，故異議股東僅能被動地促使公司或其餘股東行使收買其股份之權[82]。

第二款 英國

1843 年 *Foss v. Harbottle* 案件建立的適當原告原則（the proper plaintiff rule）、多數決原則（Majority Rule），強調若公司因不法行為而受侵害，僅公司本身可主張救濟，因公司始為受不法行為侵害之主體，故少數股東不得代表公司提起訴訟，又或多數股東能於股東大會上確認或追認據稱之不當行為，法院也將不會介入此爭端[83]。在後續實務發展上，法院肯認反射性損失求償禁止原則（No Reflective Loss Principle）為 *Foss v. Harbottle* 案衍生之原則，即當公司受有損害時，股東所受之損害僅係反應公司所受之損害，故股東所受之損害並非法律上承認及獨立於公司之損害[84]。

隨著案件之累積，法院基於兼顧公平正義及保障少數股東的目的，發展出例外情況，後在 *Edward v. Halliwell* 案經法官將例外情形整理如下：若屬侵害股東權利，例外允許股東可提起個人訴訟；若涉及不法或越權交易之行為（ultra vires theory）、需經特別決議之行為（an act which required a special resolution but has been passed by a simple majority），或涉及對少數股東詐欺之行為（fraud on the

elect to purchase all shares owned by the petitioning shareholder at the fair value of the shares. An election pursuant to this section shall be irrevocable unless the court determines that it is equitable to set aside or modify the election.

[82] Sandra K. Miller, *How Should U.K. and U.S. Minority Shareholder Remedies for Unfairly Prejudicial or Oppressive Conduct Be Reformed?*, 36 AM. BUS. L.J. 579, 622-623.

[83] *Foss v Harbottle* [1843] 2 Hare 46.

[84] *Sevilleja v. Marex Fin. Ltd.*, [2020] UKSC 31 [10] (appeal taken from EWCA (Civ)).

minority）則允許少數股東提出代位訴訟救濟。[85]。

過去，Foss 原則及其例外之建立係透過判例之方式為之，立法者意識到該些原則及例外過份剛硬，使原告股東欲尋求救濟時困難重重，認為仍應以成文法更明確規範之。英國公司法於 2006 年修正時，立法者回應各界之呼聲，將代位訴訟明列於英國公司法第 11 部分，而此處應特別注意的是，此成文法之規則並未取代過去以判例法建立之 Foss 原則及其例外，而是基於現有的法秩序為代位訴訟建立一個新的程序，即創設一個更現代、更靈活及更容易理解之標準，以便法院就原告股東提出代位訴訟為准駁[86]。

英國成文法規範之代位訴訟範疇係以董事違反忠實義務（fiduciary duty）為中心，雖法條亦允許對第三人提起之，惟限於非常少數之情況，限於第三人參與了董事之不法行為[87]。如此規範之原因可從英國法律委員會之報告中看出端倪，若不法行為與公司董事違反忠實義務之情形無關，並無容許股東代替公司提起訴訟之理由，因此時公司之董事會應會忠實地盡其職責，決定公司是否應追究該不法行為，從法制面觀之，即不應允許股東過份干預公司之經營管理決策，而應適度地劃清界線以確定代位訴訟之範疇[88]。

除代位訴訟外，英國法亦允許股東在一定情況下，提起個人訴訟向法院尋求救濟，包括英國法允許股東據章程主張其契約上之權利，或在特定情況下，董事

---

[85] *Edward v. Halliwell* [1950] 2 All E.R. 1064, 1066-1069.

[86] 相關英國代位訴訟之修法背景可參考：钱玉林，英国的股东派生诉讼:历史演变和现代化改革，环球法律评论，第 2 期（2009 年）。

[87] *See* the CA 2006 s.260 subsection (3) providing that the cause of action may be against the director or against a third party, or both. Derivative claims against third parties would be permitted only in very narrow circumstances, where the damage suffered by the company arose from an act involving a breach of duty etc on the part of the director (e.g. for knowing receipt of money or property transferred in breach of trust or for knowing assistance in a breach of trust).

[88] Great Britain Law Commission, SHAREHOLDER REMEDIES: REPORT ON A REFERENCE UNDER SECTION 3 (1) (E) OF THE LAW COMMISSIONS ACT 1965 82-83 (s. n. 1997).

對特定股東負有忠實義務，而若該董事有違反此義務時，股東得以直接訴訟加以救濟，或股東協議之違反，或公正和平解散制度（Just and Equitable Winding Up）及不公平侵害救濟（Unfair Prejudice Remedy Mechanism）。

英國公司法第 33 條第 1 項之規定：「公司之章程條款對公司及其成員具有約束力，其效力等同於公司與每位成員各自承諾遵守該等條款的契約[89]」，故股東身為公司成員，其所享有之權利受侵犯時，法院允許股東據章程提起救濟[90]，惟仍受有部分限制，例如僅內部成員得據章程主張其權利[91]。

董事對公司負有忠實義務規範於英國公司法第 170 條第 1 項之規定[92]，又董事會係由股東會選任，似可證董事亦對股東負有忠實義務，惟此遭 *Salomon v. A Salomon & Co. Ltd.*[93]及 *Percival v. Wright*[94]否定，董事非個別股東之受託人，亦無義務在任何交易中考慮股東之利益，他們的受託義務是針對公司整體，又後續實務在 *Sharp v. Blank* 案發展出例外，若董事與股東間存有特殊關係時，董事始對該股東負擔忠實義務[95]。

---

[89] *See* the CA 2006 s.33(1): "The provisions of a company's constitution bind the company and its members to the same extent as if there were covenants on the part of the company and of each member to observe those provisions."

[90] *Pender v. Lushington* [1877] 6 Ch D 70 (Eng.).

[91] *See Hickman v Kent or Romney Marsh Sheep Breeders' Association* [1915] 1 Ch 881, 897; 更詳細之討論得參考：枋啟民（2007 年），《少數股東民事訴訟救濟制度之檢討》，頁 77-78，國立臺灣大學法律學研究所碩士論文；李澤楊（2023 年），《股東直接訴權建立之芻議—— 以英美法為借鏡》，頁 204-209，國立臺灣大學法律學研究所碩士論文。

[92] *See* the CA 2006 s.170(1): "The general duties specified in sections 171 to 177 are owed by a director of a company to the company."

[93] *See Salomon v A Salomon and Co Ltd* [1897] AC 22 (HL).

[94] *See Percival v. Wright* [1902] 2 Ch. 421 (Eng.)., providing that "It is an equally well-established principle of law that directors are not trustees for individual shareholders, nor are they bound to consider their particular interests in any transaction. Their fiduciary obligation is to the company as a whole".

[95] *See Sharp v. Blank* [2017] B.C.C. 187, at 12: "I take it therefore to be established law, binding on me, that although a director of a company can owns fiduciary duties to the company's shareholders, he does not do so by the mere fact of being a director, but only where there is on the facts of the particular case

股東協議係指股東間或股東與公司間簽訂之合約，用以規範彼此間之權利義務，可就股份轉讓限制、董事會組成之安排[96]、就特定事項決策之約定，此類契約通常為非公開，且在協議各方之間具有拘束力，股東可據此契約向法院訴請要求對方履行，故股東協議不失為少數股東之保障方法[97]。在 *Shirlaw v Southern Foundries Ltd.* [98]案中，原告 Shirlaw 與 Southern Foundries（SF）公司間有一協議，雙方約定原告 Shirlaw 有權擔任 Southern Foundries 之董事達 10 年，後 SF 被另間公司收購，在該公司主導下，修改了 SF 公司章程，使兩名董事和一名秘書有權罷免董事，而不受股東協議之限制，原告 Shirlaw 在股東協議約定任期結束前被解僱，遂提起訴訟，要求賠償違約損失，法院認為公司無法被禁止修改其章程，但若公司修章導致對修訂前已合法訂立的契約造成損害，則需承擔損害賠償責任。

除上述外，少數股東亦可透過破產法下的公正和平解散制度[99]及公司法下的不公平侵害救濟制度尋求救濟[100]。公正和平解散制度最初之目的，乃為使公司突破陷入經營僵局之困境，股東可藉此制度解散公司，惟解散公司是否為少數股東欲尋求救濟之最佳解方，是否會有殺雞取卵之意，不免引人疑竇，故立法者將公正和平解散制度的應用上置於備位，按同法 125 條第 2 項之規定，法院需先考量

國立政治大學 National Chengchi University

a 'special relationship' between the director and the shareholders."

[96] 英國公司法明文規範該協議不得妨礙董事會成員之因股東會投票之更動，反面推知，英國法允許股東就董事會成員選派以股東協議為安排；*See* the CA 2006 s.168 (1): "A company may by ordinary resolution at a meeting remove a director before the expiration of his period of office, notwithstanding anything in any agreement between it and him."

[97] L. S. Sealy, *Shareholders' Agreements. An Endorsement and a Warning from the House of Lords*, 51 CAMB L. J. 437, 437 (1992).

[98] Southern Foundries (1926) Ltd v. Shirlaw [1940] A.C. 701 (HL).

[99] *See* the Insolvency Act 1986 s.122 (1) (g): "A company may be wound up by the court if—(g)the court is of the opinion that it is just and equitable that the company should be wound up."

[100] 有關此制度之詳細介紹及其立法變遷可參考：枋啟民（2007 年），前揭註 91，頁 86-106；李澤楊（2023 年），前揭註 91，頁 228-252。

是否有其他救濟措施[101]。

而不公平侵害救濟制度規範在英國公司法第 994 條[102]：「當公司事務處理之行為正在或已經不公平侵害全體股東或部分股東的利益；或公司已為之行為、不行為或擬從事之行為、不行為將產生不利益時，股東得向法院聲請不公平侵害之救濟」，但何謂「不公平侵害」是否有一客觀標準呢？該問題的答案僅能從後續實務累積之判例得到解答，*Re Saul D. Harrison & Sons plc*[103]案中法官 Hoffmaan 認為，國會選擇了「unfairly prejudicial」，如此不具體之文字，係為擴大對少數股東的保護，相較於早期法條中使用的「壓迫性（oppressive）」。在判斷不公平侵害救濟制度之適用，應以公司章程來判斷，因章程構成了股東之間及股東與公司之間的契約，因信守承諾和履行協議契約乃商業交易之核心，故此類案件中，法院首先考量被控訴之行為與章程是否相符，除章程外，若被控訴之行為違反股東之合法期待（legitimate expectations）亦屬之。股東之合法期待乃源於股東之間的一種基本共識，這種共識構成了他們建立合作關係的基礎，但並未以契約形式表達出來[104]，而其中最常見的便是少數股東期望能參與公司的經營管理，如擁有董事會席位[105]。另外，除了以公司章程為判斷基準外，法院有時亦會類推適用其他法

---

[101] *See* the Insolvency Act 1986 s.125 (2) :"If the petition is presented by members of the company as contributories on the ground that it is just and equitable that the company should be wound up, the court, if it is of opinion—(a)that the petitioners are entitled to relief either by winding up the company or by some other means, and (b)that in the absence of any other remedy it would be just and equitable that the company should be wound up, shall make a winding-up order; but this does not apply if the court is also of the opinion both that some other remedy is available to the petitioners and that they are acting unreasonably in seeking to have the company wound up instead of pursuing that other remedy."

[102] *See* the Company Act 2006 s.994 (1): "A member of a company may apply to the court by petition for an order under this Part on the ground— (a)that the company's affairs are being or have been conducted in a manner that is unfairly prejudicial to the interests of members generally or of some part of its members (including at least himself), or (b)that an actual or proposed act or omission of the company (including an act or omission on its behalf) is or would be so prejudicial."

[103] *Re Saul D Harrison & Sons plc* [1995] 1 B.C.L.C. 14 (Ch.).

[104] *Id.,* at 19.

[105] PAUL L. DAVIES & SARAH WORHINGTON, GOWER: PRINCIPLES OF MODERN COMPANY LAW, at 20-7-20-9 (10th ed. 2016).

規判斷是否有不公平侵害之行為[106]。當法院認定聲請人之聲請有充分理由時，法院得按公司法第 996 條第 2 項[107]給予以下救濟方式：(a) 規範公司未來事務的處理；(b) 要求該公司—(i) 停止實施或繼續遭控訴之行為，或 (ii) 實施聲請人控訴其未實施的行為；(c)授權法院指定的個人或多人以公司的名義並代表公司，依法院指定的條件提起民事訴訟；(d) 規定該公司未經法院許可，不得對其章程作出任何修改或任何明示的修改；(e) 規定公司任何成員的股份可由其他成員或公司收購；若為公司自行收購，公司應實行減資。

第三款 小結

在股東請求就公司所受之直接損害、股東個人所受之間接損害受償時，美國法基於公司具有獨立之法人格，及若允許各股東按持股比例就公司所受損害受償，則實際上有股利分配或對公司資產進行部分清算之效果等理由，原則上禁止股東就其所受之間接損害主張救濟；英國法則基於適當原告原則、反射性損失求償禁止原則，而認在此情況下，應由公司自行出面主張較為適當。若公司之董事或經理人怠於作為，則此際董事會被認定為有忠實義務之違反，則應回歸代位訴訟之制度加以處理。

觀察英美兩國內國公司法下股東訴訟權之建構，皆圍繞著提供少數股東救濟的方式。本文以為係因股東作為公司組織內部的成員，公司內部事務的處理是採用共識決，故內國法下，股東所受的侵害來源多來自於董事會及對董事會有實質

106 *Re a Company (No. 00477 of 1986)* [1986] B.C.L.C. 382 (Ch.).

107 *See* the Company Act 2006 s.996 (2): "Without prejudice to the generality of subsection (1), the court's order may—(a)regulate the conduct of the company's affairs in the future; (b)require the company— (i) to refrain from doing or continuing an act complained of, or (ii) to do an act that the petitioner has complained it has omitted to do; (c) authorize civil proceedings to be brought in the name and on behalf of the company by such person or persons and on such terms as the court may direct; (d) require the company not to make any, or any specified, alterations in its articles without the leave of the court; (e)provide for the purchase of the shares of any members of the company by other members or by the company itself and, in the case of a purchase by the company itself, the reduction of the company's capital accordingly."

影響力的控制股東。

在美國法下，董事對公司負有忠實義務，當董事違反此義務時，公司對該違反義務之董事有提起訴訟之訴因，又公司是否提起訴訟被認為係屬公司商業經營判斷下之決策，應由公司董事決議為之，惟此會使得董事之行為無法獲得有效之追訴，殊難想像違法董事會自行決議追訴該違法行為，故代位訴訟制度之出現有其必要，使得股東在滿足前提要件下，代公司行使權利向違反忠實義務之人提起訴訟。美國法下雖允許以代位訴訟向董事外之第三方追訴[108]，惟考量公司是否提起訴訟被認為係屬公司商業經營判斷下之決策[109]，且若該不法行為與董事違反忠實義務無關，董事應會忠實地盡其職責，決定公司是否應追究該不法行為，故美國法下之代位訴訟應是以董事違反忠實義務為中心。另關於代位訴訟損害賠償之分配，原則上係由公司受償，但美國法院允許在確保公司利害關係人利益不受侵害下，得於特殊情況下，股東可於代位訴訟中，直接按其持股比例獲得賠償[110]。

在英國法下，英國成文法規範之代位訴訟範疇係以董事違反忠實義務為中心，雖法條亦允許對第三人提起之，惟限於非常少數之情況，限於第三人參與了董事之不法行為[111]。若不法行為與公司董事違反忠實義務之情形無關，並無容許股東代替公司提起訴訟之理由，因此時公司之董事會應會忠實地盡其職責，決定公司是否應追究該不法行為，從法制面觀之，即不應允許股東過份干預公司之經營管

108 *See Ross v. Bernhard,* at 538.

109 Block et. al., *supra* note 70, at 471-473.

110 *See Glenn v Hoteltron Sys.*, at 393.

111 *See* the CA 2006 s.260 subsection (3) providing that the cause of action may be against the director or against a third party, or both. Derivative claims against third parties would be permitted only in very narrow circumstances, where the damage suffered by the company arose from an act involving a breach of duty etc. on the part of the director (e.g. for knowing receipt of money or property transferred in breach of trust or for knowing assistance in a breach of trust).

理決策，而應適度地劃清界線以確定代位訴訟之範疇[112]。

英美兩國之代位訴訟皆係以董事違反忠實義務為中心，又英美兩國皆承認，若不法行為與董事違反忠實義務無關，則公司是否應追究該不法行為係屬於公司經營階層之管理決策，股東似乎不得貿然介入此決策範圍。

國立政治大學 National Chengchi University

[112] Great Britain Law Commission, *supra* note 88..

## 第三節　公司與股東

上述兩節討論了內國公司法制之特徵及股東權利，股東作為公司組織之內部成員，得按其股權比例主張上述所提及的控制權、經濟權、資訊權，而股東訴訟權之建構皆圍繞著提供少數股東救濟的方式，因股東作為公司組織內部的成員，股東所受的侵害來源多來自於董事會及對董事會有實質影響力的控制股東。

本文接續欲釐清公司作為一獨立法人格，股東在與內部其他成員間發生衝突時，若賦予控訴股東跳脫內部組織成員的身分，對外主張公司的權利，此際，又應以何人的利益為優先呢，公司或股東個人？內國股東訴訟權並未處理此議題，本文以下欲從公司目的切入，嘗試釐清若遭遇此爭議時，應如何處理或抉擇。

### 第一項　誰擁有公司

公司法制下定義的投資者所有權與民法定義之物權概念不同，按我國民法第765條規定：「所有人，於法令限制之範圍內，得自由使用、收益、處分其所有物，並排除他人之干涉」及按我國民法第817條第1項及第820條第1項之規定，物之所有人得排除他人之干涉，自由使用、受益、處分其所有物，故所有人可依其意志為決策，又針對共有物之使用、受益、處分應共有物之管理應以共有人過半數及其應有部分合計過半數之同意行之。

公司非物，而為股東資產之結合，股東取得的乃係按其出資比例所取得之股本，而公司獲得該股東出資。股東對公司所有之資產無直接的法律上利益，在衡平法下亦同，股東僅享有按其股本應取得之股利及轉讓股本之權利，此乃 1837 年英國法院於 *Bligh v Brent* 案認定[113]。法院將股本轉化為一種獨立的財產形式，並將其自公司所有之資產完全切割開來，故公司資產係由公司單獨所有，而股東

[113] *Bligh v. Brent* [1837] 2 Y. & C. Ex. 268 (Eng.).

所有的對公司的股本係股東唯一的財產，公司在此為資產的所有者，與股東作為股份所有者之間出現了明確的區隔[114]，換言之，此乃上述提及的公司法制特徵之公司獨立法人格之體現。

投資人對公司得主張之權利乃控制權及獲得股利之權利與對物所有權，與物權法下所有人得自由使用、處分、受益其所有物之概念不相符，故公司股東不因其所有之股本而擁有公司，股東持有的股本與股東對公司有所有權兩者間之差異不得不辨。公司既然為一獨立法人格，且為一擬制人格，無自我意識，公司的自我意識都是建立在背後經營者的信念上，經營者會以公司之目的為其決策之依歸，故與其討論誰擁有（who owns），應轉而討論公司之目的。

### 第二項 公司目的

公司目的之討論有不同之見解及主張，有主張董事優位（director primacy）之學者認為[115]，根據諾貝爾經濟學獎得主 Kenneth Arrow 之組織限制（The Limits of Organization）書中所述，一個組織的決策機制係由「共識（consensus）」及「權威（authority）」構成，當組織中的每位成員擁有相同的資訊及利益時，會採用「共識」為決策，因每個人都會選擇其他成員亦偏好之行動方案。相反地，當成員之間的利益與資訊掌握程度存在差異時，則會改採取以「權威」為基礎的決策結構，該決策機構為一中央機構，所有資訊都會傳送至該機構，並由其作出對整個組織具有約束力的決策[116]，若將此決策機制套用至公司，公司法制皆傾向於以董事會

[114] Paddy Ireland, *Company Law and the Myth of Shareholder Ownership*, 62 MOD. L. REV. 32, 32 (1999).

[115] Stephen M. Bainbridge, *Director Primacy: The Means and Ends of Corporate Governance*, 97 NW. U. L. REV. 547, 555-558 (2003).

[116] KENNETH J. ARROW, THE LIMITS OF ORGANIZATION 68-70 (1974).

作為商業決策之機構，並以最大化股東權益為目標[117]。

諾貝爾經濟學家 Milton Friedman 於 1970 年撰文強調股東優位主義（shareholder primacy），企業的唯一社會責任係在遵守法律與公平競爭規則的前提下，最大化股東利潤。企業經理人既然受僱於股東，應專注在為股東創造財富，而非擅自動用公司所有之資源追求廣泛的社會目標，否則將削弱市場經濟的效率與責任結構[118]，後續在 2000 年時，學者 Henry Hansmann 及 Reinier Kraakman 則提出全球公司法的核心理念已趨於共識，以股東價值為公司經營之目的，董事的角色也確定係為專注提升股東價值，又過去提出的以董事會導向模型（manager-oriented model）、以勞工導向模型（labor-oriented model）、以國家導向模型（state-oriented model）皆以失敗作結，故他們認為股東優位已確立其壓倒性之地位[119]。

另有學者 Margaret M. Blair and Lynn A. Stout 提出團隊生產理論（team production theory），主張公司不是僅為股東服務，而是一個由多方利害關係人，例如股東、員工、供應商、債權人等，共同投入資源組成的合作團隊。由於這些投入往往具有特定性且難以退出，因此若僅讓股東主導公司，其他團隊成員的貢獻可能遭剝奪，故董事會應擔當一個中立仲裁者的角色，負責平衡各方之利益與分配成果[120]。

我國公司法 2018 年修正時增訂第一條第二項：「公司經營業務，應遵守法令及商業倫理規範，得採行增進公共利益之行為，以善盡其社會責任」，並於增訂

---

[117] *See* Bainbridge, *supra* note 115, at 555-558.

[118] Milton Freidman, The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits, N.Y. Times (Sept. 13, 1970), *at* https://www.nytimes.com/1970/09/13/archives/a-friedman-doctrine-the-social-responsibility-of-business-is-to.html (last visited July 9, 2025).

[119] Henry Hansmann & Reinier Kraakman, *The End of History for Corporate Law*, 89 GEO. L.J. 439 (2001).

[120] Margaret M. Blair and Lynn A. Stout, *A Team Production Theory of Corporate Law*, 85 Virginia Law Review 247 (1999).

理由載明：「按公司在法律設計上被賦予法人格後，除了能成為交易主體外，另一層面之意義在於公司能永續經營。誕生於十七世紀初之公司，經過幾百年之發展，民眾樂於成立公司經營事業，迄今全世界之公司，不知凡幾，其經濟影響力亦日漸深遠，已是與民眾生活息息相關之商業經濟組織。尤其大型企業，可與國家平起平坐，其決策之影響力，常及於消費者、員工、股東、甚至一般民眾。例如企業所造成之環境污染、劣質黑心商品造成消費者身心受害等，不一而足。公司為社會之一分子，除從事營利行為外，大多數國家，均認為公司應負社會責任[121]」，故公司已從過往的僅關注股東權益，轉變為應同時關注其他利害關係人利益之組織體。

另外，2019 年美國企業組織「企業圓桌會議（Business Roundtable）」一反過去堅定支持股東至上的立場，而承諾企業應為所有利害關係人爭取利益，包括顧客、員工、供應商、社區及股東，值得注意的是在所有的承諾中，企業圓桌會議將對股東的承諾置於最後，且強調是為股東長期利益（long-term value）承諾[122]。

公司之目的為何？有認公司法制毋需對公司目的提供明確解答，他們提出公司目的實用觀點（instrumental view），質疑討論公司目的的必要性，公司目的不應同法規般充當外部規範之責，以約束公司經理人之裁量權，而係透過指引與管理公司利害關係人對公司之期待，使利害關係人得理解公司偏好，進而對公司進行分類與展開協商[123]，畢竟美國最高法院在案也明確闡明「公司係人類用來達成

[121] 立法院法律系統，公司法異動條文及理由，2018 年 7 月 6 日，https://lis.ly.gov.tw/lglawc/lawsingle?006E30C435380000000000000000140000000400FFFFFD00^04517107070600^00000000000，最後瀏覽日：2025 年 7 月 9 日。

[122] Business Roundtable, Statement on the Purpose of a Corporation, https://opportunity.businessroundtable.org/opportunity-commitment last visited July 9, 2025.

[123] *See generally* Jill E. Fisch & Steven Davidoff Solomon, *Should Corporations Have a Purpose?*, 99 TEX. L. REV. 1309, 1328-39 (2021).

其期望目標的組織形式[124]」，人們以公司形式進行商業交易係因為相較於個人行動，公司形式的交易方式更具有比較利益[125]。

上述對公司目的及誰擁有公司之討論，並未能就本節最初提出的問題提供一標準答案，即若控訴股東與內部其他成員間發生衝突時，其欲跳脫內部組織成員的身分，對外主張公司的權利，應以誰的利益優先之問題。但可以確定的是，公司的影響力會隨著其規模，對公司以外之利害關係人有深遠之影響，包括消費者、員工、供應商、債權人等在內，故公司不僅應對公司股東負責，亦應回應利害關係人之期待，故不論公司之目的為何，公司應以適當方式使利害關係人理解公司偏好，以事前方式管理公司利害關係人對公司之期待。

## 第四節　小結

本文第二章首先從五大特徵分析內國公司法背後的運行原理與基本原則，並進一步介紹內國法下股東權利的具體態樣，特別著重於股東訴訟權的制度設計，說明公司法如何為遭受公司內部侵害的少數股東提供救濟機制。由於公司具有獨立法人格，股東作為公司內部成員，一般不得以自己名義對外主張公司權利，因此，在內國公司法體系下，法院一貫否認股東就反射性損失提出請求。若允許股東按持股比例就公司所受損害獲得賠償，將形同進行股利分配或部分清算，進而干擾公司決策機構的專屬職權，是以內國公司法並未賦予股東此種直接請求權。

然而，在內國法制之外，部分國際或外國法制度可能允許股東主張反射性損失，並在特定情況下賦予其獨立於公司之外的請求權。此時，即需面對兩個核心問題：其一，該請求權如何與公司法人格及內部治理架構相容；其二，行使此權利時如何兼顧其他利害關係人的利益。由於內國公司法並無相關規範，本文轉以

[124] Burwell v. Hobby Lobby Stores, Inc., 573 U.S. 682, 706 (2014).

[125] *See e.g.*, R.H. Coase, *The Nature of the Firm*, 4 J.L. ECON. & ORG., at 3, 19, 33 (1988).

「公司目的」為切入點，採取公司目的之實用觀點，認為關鍵不在於公司經營目的採取團隊生產理論、股東優位主義，或其他模式，而係在於透過適當方式使利害關係人事先理解並管理對公司的期望。據此，若在異於內國公司法之法制下，擴張股東訴訟權至反射性損失並非不可行，但仍應確保制度設計能平衡公司與各利害關係人之利益。

國立政治大學 National Chengchi University

# 第三章 國際投資法對股東權益之保障

股東權之界定及在內國法下所享有之保障，已於第二章第二節中完整之呈現，在國際投資法下又是如何運作的呢？本章節將自國際投資法之起源談起，再透過介紹投資協定之規範及仲裁判斷，以建構之股東權益在國際投資法下所受之保護。

## 第一節 國際投資協定對股東權益保障上之規範

### 第一項 國際投資法之發展回顧

國際投資法最早的發展可回溯至 18 世紀，美國以簽訂友好通商條約（Friendship, Commerce and Navigation, 以下簡稱「FCN 條約」）規範與他國的貿易往來，條約內容包含簽署國承諾外國人在締約國境內的財產與企業經營活動應受到「國民待遇」（national treatment）或「最惠國待遇」（most-favoured nation treatment）等保障，FCN 條約主要是保護外國人的財產，而非投資[126]。在過去的殖民時代（Colonial Era）針對投資股份的保護是透過國際習慣法為之（Customary International Law），但因拉丁美洲盛行卡伏爾主義（Calvo Doctrine），即外人投資者之待遇不可以大於給予自身國民投資者之待遇，且外國投資者不得訴諸本國國民無法訴諸之爭端解決程序，致外國投資者無法獲得適當之保護，故投資人僅能轉向母國尋求外交保護（Diplomatic Protection），惟外交保護受有諸多限制，包括投資人之母國沒有義務對個人投資行為進行干預、投資人需窮盡當地救濟途徑後始能要求母國進行干預、投資人在救濟過程中沒有話語權，外交保護往往被認為是成效不彰之保護手段[127]。

[126] *See generally* Kenneth J. Vandevelde, *A Brief History of International Investment Agreements*, 12 U.C. DAVIS J. INT'L L. & POL'Y 157 (2005).

[127] *Id.*

隨著二次世界大戰的落幕及各殖民地相繼獨立，這些新興獨立國家除了爭取主權完全獨立外，也意識到經濟上去殖民化（Economic Decolonization）之重要性，原殖民地國家努力擺脫西方列強對其經濟結構、資源配置等支配與控制。在經濟方面，許多新興獨立國家開始對抗不平等的貿易條件、外資對關鍵產業如礦業、石油等的控制及以殖民時期法律為基礎的財產與投資保護制度。聯合國在此背景下扮演重要角色，特別是 1974 年《建立新國際經濟秩序宣言》（Declaration on the Establishment of a New International Economic Order, NIEO）[128]及「國家經濟權利及責任憲章（Charter of Economic Rights and Duties of States）」[129]，倡導發展中國家有權控制自身自然資源、擁有經濟主權、並可對外資徵收及再分配，憲章中提及，在給予適當的賠償前提下，各國有權徵收或移轉外國財產之所有權，若針對賠償問題有所爭執，應循內國法解決之，此階段亦標示著國際習慣法對外人投資規範之不確定性[130]，已開發國家的應對方式為轉而以雙邊投資協定（Bilateral Investment Treaty，以下簡稱 BIT）保護其利益，德國是第一個簽署 BIT 的國家，其於 1959 年與巴基斯坦簽署首個 BIT[131]，其他各國也陸續跟上[132]。

1990 年代後，隨著蘇聯的解體，拉丁美洲國家遭逢債務危機，他們轉而與各國簽署雙邊投資協定以吸引外人投資，此舉標誌著發展中國家對卡伏爾主義的背棄。與此同時，在美國的主導下，國際貨幣基金組織（International Monetary Fund, IMF）、世界銀行（World Bank）、美洲開發銀行（Inter-American Development Bank）在美國華盛頓召開一研討會，並提出華盛頓共識（Washington Consensus），強調

[128] G.A. Res. 3201 (S-VI), Declaration on the Establishment of a New International Economic Order, U.N. GAOR, 6TH SPECIAL SESS., SUPP. NO. 1, U.N. Doc. A/RES/S-6/3201 (May 1, 1974).

[129] Charter of Economic Rights and Duties of States, G.A. Res.3281 (XXIX), U.N. GAOR, 29TH SESS., 2315TH PLEN. MTG., U.N. Doc. A/RES/3281(XXIX (Dec. 12, 1974), *reprinted in* 14 I.L.M. 251 (1975).

[130] RUDOLF DOLZER & CHRISTOPH SCHREUER, PRINCIPLES OF INTERNATIONAL INVESTMENT LAW 5 (2ND ED. 2012).

[131] Treaty for the Promotion and Protection of Investments, Ger.-Pak., Nov. 25, 1959, 457 U.N.T.S. 23.

[132] Vandevelde, *supra* note 126, at 161-175.

私部門在經濟改革方向的重要性，世界銀行於 1992 年針對外人直接投資提出的指導方針在前言中提及外人投資的益處，包括促進資本流動、技術轉移、市場進入等[133]。自此開發中國家對外人投資已不再保持敵意，反而轉向擁抱、歡迎，且為吸引外人投資，各國無不致力於簽署雙邊投資協定及多邊投資協定，如《北美自由貿易協定》（North American Free Trade Agreement, NAFTA）、《能源憲章條約》（Energy Treaty Charter, ECT）[134]。

在德國與巴基斯坦簽署首個 BIT 的當下，國際間並未有一爭端解決機制，當事人僅能將爭議訴諸國際法院（International Court of Justice）或是以專案仲裁（ad-hoc state to state arbitration）之方式解決，於此情形下，投資人通常無法獲得即時有效的救濟[135]。

世界銀行的總法律顧問 Aron Broches 率先提出，與其在實質規範上尋求各國的共識，不如建立一套公正的爭端解決程序。1965 年世界銀行制定的《解決國家與他國國民間投資爭端公約（Convention on Settlement of Investment Disputes Between States and Nationals of Other States）》（以下簡稱 ICSID 公約）奠定了 Broches 提出的程序優先於實體規則（Procedure before Substance），並創立了國際投資解決爭端中心 ICSID，ICSID 公約於 1966 年生效，而後續越來越多雙邊與多邊投資協定將 ICSID 指定為爭端解決機構，對投資協定之締約國而言，ICSID 的出現使得投資爭端不再淪為地主國與投資人母國間，國與國的政治對抗[136]。

投資人對地主國之爭端解決機制（Investor-To-State Dispute Settlement, ISDS）除了 ICSID 之外，投資人尚可依循聯合國國際貿易法委員會（The United Nations

[133] World Bank, Guidelines on the Treatment of Foreign Direct Investment pmbl. (1992).

[134] DOLZER et al., *supra* note 130, at 4-6.

[135] *Id.,* at 6-8.

[136] *Id.,* at 9.

Commission on International Trade Law, UNCITRAL）仲裁規則進行仲裁，又或是循其他國際商務仲裁途徑為救濟，例如斯德哥爾摩商會仲裁法院（Arbitration Institute of the Stockholm Chamber of Commerce, SCC）、國際商會國際仲裁院（International Court of Arbitration, ICC）等，因國際投資法下之投資人多係利用 ICSID 公約及 UNCITRAL 仲裁規則為救濟，故本文以下會將討論之焦點聚焦於此。

1957 年德國銀行家 Herrmann Josef Abs 呼籲應建立一多邊架構，該多邊架構不僅旨在建立具體的保護標準，且同時設立一長設的仲裁法庭，並對違約國（包含未簽署國）實施經濟制裁。由資本輸出國組成的 OECD 曾於 1962 年回應此呼籲，並嘗試建立多邊條約，惟因資本輸出國與輸入國間之矛盾，故該提案以失敗作結。1995 年 OECD 對此多邊架構的建立為新一輪的嘗試，並於 1998 年基於各方的討論提出「多邊投資協定草案（Multilateral Agreement on Investment, MAI）」，雖然該草案確實有相當程度之進展，惟基於諸多原因，包括美國的反對、該草案被外界質疑因參與國過多的妥協，而投資保護綜效不彰等，仍宣告失敗[137]。

當代國際投資法的發展係奠基在國與國之間簽訂的雙邊投資協定（Bilateral Investment Treaties, BITs）及自由貿易協定（Free Trade Agreement）內之投資專章上，仲裁庭在具體個案中的判斷，對於國際投資法之發展與建構亦功不可沒。由於缺乏具有拘束力的統一條文，仲裁判斷係解釋條約、界定權利義務以及平衡國家主權與投資人保護的核心依據。

1990 年代後，不論在 ICSID 或其他仲裁體系下，國際投資法之案件大幅增加，然而，仲裁庭的判斷具有明顯的個案性質（ad-hoc），不同仲裁庭對於相同法律問題可能採取不同見解，導致國際投資法呈現高度去中心化的特徵。這種透過

[137] *Id.,* at 8-10.

仲裁慣例（*Jurisprudence constante*）所形成的「準判例法（*de facto* precedent）」體系，雖不具有嚴格的先例拘束力，卻在實務上對後續案件具有實質影響力。因此，國際投資法的內容與界限，往往是透過 BIT 條文與仲裁實踐兩者的互動中逐步清晰化，而這不免引發就仲裁判斷一致性及體系連貫性之關切[138]。

同時，國際投資法面臨之批評包括對國家主權與監管空間的侵蝕[139]、仲裁機制的不透明[140]、仲裁判斷破碎化與不一致性[141]等，UNCITRAL 下的投資人對地主國之爭端解決機制第三工作小組（Working Group III）於 2017 年開始，對 ISDS 展開多邊改革的討論，重點議題包括關注仲裁判斷一致性和可預測性、對仲裁員及費用之關注、第三方資助等問題[142]，其中本文欲關注之問題為股東在國際投資法下與內國法間所受保障之差異。

### 第二項 國際投資法受保障主體的原則建立

「投資（investment）」與「投資人（investor）」的定義攸關投資協定中權利義務適用範圍之關鍵，同時也關係著仲裁庭對爭議是否有管轄權（jurisdiction）。按 ICSID 公約第 25 條第 1 項之規定，ICSID 的爭端解決機制僅適用於任一項因投資所引起之法律爭端，且該投資係由締約國之一與另一締約國之國民間所發生

---

138 *Id.,* at 11; *See* Andrea Bjorklund, *Investment Treaty Arbitral Decisions as Jurisprudence Constante*, *in* International Economic Law: The State and Future of the Discipline 265 (Colin B. Picker, Isabella D. Bunn, and Douglas W. Arner eds., 2008).

139 *See e.g.* Kyla Tienhaara, *Regulatory Chill in a Warming World: The Threat to Climate Policy Posed by Investor-State Dispute Settlement*, 7 TRANSNATIONAL ENVIRONMENTAL LAW 229 (2018).

140 *See e.g*. VanDuzer, J. Anthony, *Enhancing the Procedural Legitimacy of Investor-State Arbitration through Transparency and Amicus Curiae Participation*, 52 MCGILL LAW JOURNAL 681 (2007).

141 *See e.g*. Michael Waibel, Fragmentation in International Investment Law in Julie Bedard and Patrick W. Pearsall (eds.), *State of Arbitration: Essays in Honour of Professor George Bermann* (2022), https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4052586.

142 Columbia Center on Sustainable Investment, *CCSI and UNCITRAL's Working Group III on Investor-State Dispute Settlement Reform*, CCSI COLUMBIA, https://ccsi.columbia.edu/content/ccsi-and-uncitrals-working-group-iii-investor-state-dispute-settlement-reform (last visited July 9, 2025).

[143]，然而，該條文並未對「投資」提供明確的定義，對「投資人」係規範於 ICSID 公約第 25 條第 2 項之規定中，受保護之投資人包括自然人及法人，此條文之設計也留下許多可爭執之空間，導致在實務上需透過投資協定之實踐與仲裁判斷之積累逐步建構其涵義。

本文以下將分別介紹仲裁庭對「投資」及「投資人」定義，再討論股東及其持有之股份是否滿足國際投資法下「投資」及「投資人」之要件。

第一款 投資

從傳統經濟學的角度觀察，投資應具有以下 4 個特徵：(1)資金的移轉；(2)一個長期的計畫；(3)預期可獲得之穩定收入；(4)移轉資金之人在某程度上參與該計畫；(5)風險。上述這些特徵係為將投資與證券投資(portfolio investment)、單純貨物及服務買賣、短期金融交易為區分[144]。在國際投資法下定義之「投資」為何呢？在國際投資法下，仲裁庭在判斷對被提交之爭議有無管轄權(jurisdiction)時，首要判斷的便是該爭端是否為因「投資」所引起，而「投資」的定義一直是國際投資法下的持續演變且未獲解決之爭議。

因 ICSID 公約並未明確定義「投資」的概念，致仲裁庭在判斷被提交之爭議是否屬於「投資」時，往往涉及兩項各自獨立，但彼此相關聯之檢視標準：第一，考慮是否是否屬於 ICSID 公約第 25 條規範之投資；第二，考慮該爭議是否屬於雙邊投資協定當中所定義之投資，此乃雙重審查（double keyhole approach），即

---

[143] Convention on the Settlement of Investment Disputes Between States and Nationals of Other States art. 25 (1), opened for signature Mar. 18, 1965, 575 U.N.T.S. 159, (providing that: "The jurisdiction of the Centre shall extend to any legal dispute arising directly out of an **investment**, between a Contracting State (or any constituent subdivision or agency of a Contracting State designated to the Centre by that State) and a national of another Contracting State, which the parties to the dispute consent in writing to submit to the Centre. When the parties have given their consent, no party may withdraw its consent unilaterally") [hereinafter ICSID Convention].

[144] DOLZER et al., *supra* note 130, at 60.

若要利用 ICSID 框架下尋求投資仲裁救濟，所涉爭端不僅須符合雙邊或多邊投資協定的涵蓋範圍，還必須符合 ICSID 公約的適用條件[145]。另外，若利用 UNCITRAL 仲裁規則，該規則本身一程序性規則，故沒有納入對「投資」的定義，當 UNCITRAL 仲裁規則被援引來適用投資協定時，仲裁庭僅受限於該投資協定中對「投資」的定義。

仲裁庭在做此判斷時，以下三種方式曾為仲裁庭所採：方法一，在爭端涉及之投資協定中尋找該協定對「投資」之定義，仲裁庭往往會按維也納條約公約法（Vienna Convention on the Law of Treaties, VCLT）第 31、32 條為條約解釋；方法二，透過較大型投資計畫中出現之投資特徵來判斷，即（1）資本投入、（2）一定風險、（3）一定期間，以及（4）對地主國經濟發展之貢獻，此方法係在 *Salini v. Morocco*[146]案中首次提出，故又被稱為 Salini 要件（以下簡稱為 Salini test）；方法三，將方法一主觀及客觀方式之結合，即進行一個雙重測試（dual test）[147]，此判斷方式可於仲裁庭 *Biwater Gauff v. Tanzania* 案中見端倪，該案仲裁庭認為 Salini Test 過於僵化，若各國簽訂之投資協定將投資之定義定地比 Salini Test 更廣，實在無道理要以 Salini Test 作為定義投資之界限，故仲裁庭除考量 Salini Test 外，仍應考量個案情形，對投資之定義給予彈性的解釋[148]。

而各國簽署之投資協定又是如何定義「投資」的呢？在投資協定中較為常見定義「投資」的方式可分為以下兩種：第一，投資協定會概括地以各種資產（every kind of asset）稱呼之，並附上一份列舉但非窮盡式的清單，因為條約起草者意識

---

[145] DOLZER et al., *supra* note 130, at 60-61.

[146] *Salini Costruttori S.p.A. and Italstrade S.p.A. v. Kingdom of Morocco*, ICSID Case No. ARB/00/4, Decision on Jurisdiction, ¶¶ 50–58 (July 23, 2001).

[147] CHIN LENG LIM, JEAN HO & MARTINS PAPARINSKIS, INTERNATIONAL INVESTMENT LAW AND ARBITRATION: COMMENTARY, AWARDS AND OTHER MATERIALS 276-277 (2d ed. 2021).

[148] *Biwater Gauff (Tanzania) Ltd. v. United Republic of Tanzania*, ICSID Case No. ARB/05/22, Award, ¶¶ 312, 314-316 (July 24, 2008).

到投資的形式是不斷演變的，故他們選擇以廣泛而非排他性的方式定義「投資」[149]，例如《奧地利－吉爾吉斯共和國雙邊投資協定》（Agreement for the Promotion and Protection of Investment Between the Republic of Austria and the Kyrgyz Republic）[150]；第二，採取較為限制性的封閉式清單（closed-list），以窮盡式的清單明確定義何謂投資，意即僅在該清單上所列之計畫或項目始受該投資協定的保障，例如NAFTA[151]。

不論是投資協定或 ICSID 公約對「投資」一詞未給予明確的定義，仲裁庭對「投資」有廣泛的解釋空間，就仲裁庭對該控訴爭端管轄權之有無，係由仲裁庭自行審查。

第二款 投資人

「投資人」的定義於 ICSID 公約第 25 條第 2 項將其區分為自然人及法人，針對法人的國籍判斷，相較於自然人而言要複雜得多，法人的國籍判斷最常使用之判准為法人之註冊地（incorporation）或主要營業地（principal seat）。因地主國往往要求投資應透過擁有地主國國籍之法人為之，為避免該投資實體因此不能受到國際投資法之保障，故有必要例外提供其救濟之途徑其中 ICSID 公約第 25 條第 2 項（b）款後段，允許擁有締約國一方國籍之法人，若實質上受到外國控制，在締約雙方之同意下，應被視為外國投資人[152]，又本條所指涉之外國控制係一複

[149] Organization for Economic Co-operation and Development, *International Investment Law: Understanding Concepts and Tracking Innovations* -A Companion Volume to International Investment Perspectives 49 (2008), https://doi.org/10.1787/9789264042032-en.

[150] *Agreement for the Promotion and Protection of Investment Between the Republic of Austria and the Kyrgyz Republic*, Austria-Kyrgyzstan, Apr. 22, 2016, entered into force Oct. 1, 2017, art. 1(2) (providing that: "investment by an investor of a Contracting Party" means every kind of asset in the territory of one Contracting Party, owned or controlled, directly or indirectly, by an investor of the other Contracting Party…").

[151] VANHONNAEKER, *supra* note 2, at 94-95.

[152] ICSID Convention, art. 25 (2) (b), (providing that: "[…] any juridical person which had the nationality of the Contracting State party to the dispute on that date and which, because of foreign control,

雜之問題，控制的方式除了按持股比例判斷，亦可透過投票權及管理等為之[153]。

第三款 股東為受國際投資法保障之投資人

承上所述，投資協定會將「投資」概括地以各類資產（every kind of asset）定義之，或是以封閉式清單（closed-list），以窮盡式的清單明確定義何謂投資，但不論該投資協定係採取哪一種方式定義「投資」，就股份（shares）而言，原則上皆被納入投資協定「投資」的定義範疇內[154]，又因有「投資」即屬於「投資人」，故股東當然為投資協定所保障之投資人。

## 第二項 投資協定及仲裁規則下股東救濟之限縮性規範

從上述的整理可知，國際投資協定基於股東有「投資」即屬於「投資人」，但有別於一般僅以「投資人」或「投資」定義涵蓋股東權益保障之設計，部分投資協定更進一步，於投資協定規範中增設最低持股比例門檻，作為行使股東控訴權之前提條件。

但除了上述如此明確之限縮性規範外，股東的角色與其請求權範圍，常因個別之投資協定中條文設計而產生爭議。例如，若協定僅於徵收（expropriation）條款中提及股東，不論明白或隱晦之提及，則引發是否僅於遭遇地主國之徵收行為時，股東才得以主張請求權呢？又或是如 NAFTA 第 1116 條與第 1117 條的設計，第 1116 條允許投資人就自身損害提付仲裁，而第 1117 條則准許具控制權之投資人代其所控制之企業提起請求，股東控訴權之雙軌設計是否為限縮股東救濟之可能呢？以下分別論述之。

---

the parties have agreed should be treated as a national of another Contracting State for the purposes of this Convention").

153 DOLZER et al., *supra* note 130, at 50-52.

154 *See* VANHONNAEKER, *supra* note 2, at 95.

第一款 持股比例門檻對股東請求權之限制

投資協定原則上不會針對股份大小設定受國際投資法保護之最低標準，即不要求投資人所持有的股份需達到特定大小、比例或價值始受保護[155]，目前僅有極少數投資協定將受保護之股東定位在持有股權 10%以上之股東，如土耳其共和國政府與亞塞拜然共和國政府間關於相互促進與保護投資之協定（Agreement Between the Government of the Republic of Turkey and the Government of the Republic of Azerbaijan on the Reciprocal Protection and Promotion of Investments）中的第一條規定[156]：「惟透過證券交易所取得股份或表決權，且其性質為少於公司百分之十（10%）之投資，不適用本協定之保障」。

第二款 以徵收章節之條文用字為中心的探討

於投資協定下，地主國對投資人所負的義務包括公平公正待遇義務（fair and equitable treatment）、完整保障與安全原則（full protection and security）、不歧視原則（non-discrimination）、徵收即補償（Expropriation and Compensation）等[157]，但有些投資協定僅於徵收(expropriation)條款中提及股東，則引發股東是否僅於投資受地主國徵收行為影響時，始能訴諸 ISDS 救濟呢？

在 ECT 第 13 條第 3 項徵收條款規定中，明確指出「股東的投資」或「公司股權」受到徵收保護[158]，但在公平公正待遇義務條款中，僅使用廣泛的「投資」

[155] *Id.*, at 98.

[156] Agreement Between the Government of the Republic of Turkey and the Government of the Republic of Azerbaijan on the Reciprocal Protection and Promotion of Investments, signed 25 October 2011, art. 1 (providing that: "However; investments which are in the nature of acquisition of shares or voting power through stock exchanges amounting to, or representing of less than ten (10) percent of a company shall not be covered by this Agreement").

[157] DOLZER et al., *supra* note 130, at 98-212.

[158] ECT, art.13 (3) (providing that: "For the avoidance of doubt, Expropriation shall include situations where a Contracting Party expropriates the assets of a company or enterprise in its Area in which an Investor of any other Contracting Party has an Investment, including through the ownership of shares").

或「投資人」等詞彙[159]，而沒有明確提及「股東」或「股權」，這是否暗示了條約締約國的意圖是將股東的直接保護權利僅限於徵收的情境？

另外，於《比利時-盧森堡經濟聯盟與馬來西亞政府關於促進與相互保護投資的協定》（Agreement between the Belgo-Luxembourg Economic Union and the Government of Malaysia on Encouragement and Reciprocal Protection of Investments）第 4 條第 2 項之規定[160]：「當締約方徵收一間按本協議第 1 條第 2 款被視為本國公司的公司資產，且另一締約方之國民或公司擁有該公司之股份時，締約方應確保按本款徵收之規定，在必要範圍內適用於該公司的股東」，該款規定明確提及股東有依該規定主張之餘地[161]。

基於上述條文用字之不同，有人認締約國的意圖是將股東的直接保護權利限於徵收之情境，惟有其他反對意見主張，該條文係規範地主國的徵收行為，採反面解釋[162]（contrario interpretation），即僅於徵收的情形下，股東有權就反射利益

[159] ECT, art 10(1) (providing that: "Each Contracting Party shall, in accordance with the provisions of this Treaty, encourage and create stable, equitable, favourable and transparent conditions for Investors of other Contracting Parties to make Investments in its Area. Such conditions shall include a commitment to accord at all times to Investments of Investors of other Contracting Parties fair and equitable treatment. Such Investments shall also enjoy the most constant protection and security and no Contracting Party shall in any way impair by unreasonable or discriminatory measures their management, maintenance, use, enjoyment or disposal. In no case shall such Investments be accorded treatment less favorable than that required by international law, including treaty obligations. Each Contracting Party shall observe any obligations it has entered into with an Investor or an Investment of an Investor of any other Contracting Party").

[160] Agreement between the Belgo-Luxembourg Economic Union and the Government of Malaysia on Encouragement and Reciprocal Protection of Investments, Belgo.-Malay., Nov. 22, 1979, 1284 U.N.T.S. 165, art. 4(2) (providing that: "Where a Contracting Party expropriates the assets of a company which is considered as its own company pursuant to paragraph (2) of Article 1 of this Agreement, and in which nationals or companies of the other Contracting Party own shares, it shall ensure that the provisions of paragraph (1) of this Article are applied to the extent necessary in respect of the shareholders of such a company").

[161] VANHONNAEKER, *supra* note 2, at 100.

[162] 反面解釋乃法律解釋之方法之一，所謂反面係指與現有法律規定中的條件與後果相矛盾的概念或命題，而反面解釋則係從法律明確規定的正面條件與正面結果，按邏輯推理規則，推導出與其等值（或蘊含）的反面條件與反面結果，請參考：陳銳，論反面解釋的有效形式、邏輯根據及

為主張，但在其他未涉及徵收問題的情形下，股東不被允許就反射利益為主張[163]。

不論如何，多數投資協定並未於徵收章節提及股東的權利及其訴訟地位，且縱採取如此之規範方式，又因僅於徵收章節提及，而有明示其一，排除其他之反面解釋可能，故究竟於投資協定之規範下，是否有對股東一般性保護之規範仍留有不確定性與歧異解釋之空間[164]。

第三款 股東控訴權之雙軌設計與其限縮意涵

有部分投資協定以條文規範區分投資人之控訴權基礎，如 NAFTA 第 1116 條規範投資人得以自己的名義提出控訴，與 NAFTA 第 1117 條允許投資人代表其所直接或間接控制之投資實體就投資實體所受之損害提出請求，並依第 1135(2)(a)條及(2)(b)條之規範，該賠償係由本國公司取得[165]。除 NAFTA 及其繼任者美墨加協定（United States-Mexico-Canada Agreement, USMCA）外，後續也有越來越多新簽署的投資協定採取與 NAFTA 第 1116 條及 1117 條相類之規範方式，例如智利與日本間簽署的經濟夥伴協定[166]（Agreement between Chile and Japan for a

其位階，現代法學，202207 期，頁 64（2002）。

[163] VANHONNAEKER, *supra* note 2, at 101.

[164] *Id.*, at 102.

[165] NAFTA art. 1116.1 (providing that: "An investor of a Party may submit to arbitration under this Section a claim that another Party has breached an obligation under: (a) Section A or Article 1503(2) (State Enterprises), or (b) Article 1502(3)(a) (Monopolies and State Enterprises) where the monopoly has acted in a manner inconsistent with the Party's obligations under Section A, and that the investor has incurred loss or damage by reason of, or arising out of, that breach"); NAFTA, art. 1117 (providing that: "An investor of a Party, on behalf of an enterprise of another Party that is a juridical person that the investor owns or controls directly or indirectly, may submit to arbitration under this Section a claim that the other Party has breached an obligation under: (a) Section A or Article 1503(2) (State Enterprises), or (b) Article 1502(3)(a) (Monopolies and State Enterprises) where the monopoly has acted in a manner inconsistent with the Party's obligations under Section A, and that the enterprise has incurred loss or damage by reason of, or arising out of, that breach"); NAFTA, art. 1135(2) (providing that: "2. Subject to paragraph 1, where a claim is made under Article 1117(1): (a) an award of restitution of property shall provide that restitution be made to the enterprise; (b) an award of monetary damages and any applicable interest shall provide that the sum be paid to the enterprise…").

[166] *See e.g. Agreement between Chile and Japan for a Strategic Economic Partnership*, signed Mar. 27, 2007, entered into force Sept. 3, 2007 [hereinafter Chile-Japan EPA] Art. 89(b).

Strategic Economic Partnership）、加拿大-歐盟綜合經濟與貿易協定[167]（Comprehensive Economic and Trade Agreement）。

但 NAFTA 第 1116 條與 NAFTA 第 1117 條的設計目的為何，是否有限縮股東之控訴權範圍，仍有待釐清，因除了仲裁庭與締約國間對此條文之適用時機、解釋生矛盾外，不同仲裁庭間對此亦有矛盾。

NAFTA 之締約國美國在 GAMI 案審理中提出參與意見書（submission），主張 NAFTA 第 1116 條係為處理投資人所受的直接損害，而第 1117 條係為處理地主國對本國公司之行為致投資人受有間接損害的情形，故反射性損失之主張僅能透過 NAFTA 第 1117 條來處理，如此有助於保障本國公司債權人之權益，可防止外國投資人使公司脫產進而損害第三人之利益，GAMI 身為少數股東無權按 NAFTA 第 1116 條請求，仲裁庭對此案沒有管轄權[168]。

但 *GAMI* 案仲裁庭未採納美國的意見， GAMI 身為少數股東僅可按 NAFTA 第 1116 條提出控訴[169]，且直接（directness）損害的發生與否，並非僅考慮形式，如地主國是否有一個明確的徵收股權行為，而係應判斷地主國的行為與控訴人的損害間是否有足夠的因果關係，故直接損害的發生與否是實體審理欲處理的問題，與管轄權無關[170]。

---

[167] *See e.g. Comprehensive Economic and Trade Agreement*, Can.-E.U., Oct. 30, 2016, Art. 8.23(1)(a)-(b).

[168] *GAMI Investments, Inc. v. The Government of the United Mexican States*, UNCITRAL (Submission of the United States of America) (Jun. 30, 2003) [hereinafter GAMI Submission of the United States of America] ¶ 14.

[169] *See* GAMI Final Award, ¶ 37.

[170] *Id.*, ¶ 33 (providing that: "The Tribunal does not accept that directness for the purposes of NAFTA Article 1116 is a matter of form. The fact that a host state does not explicitly interfere with share ownership is not decisive. The issue is rather whether a breach of NAFTA leads with sufficient directness to loss or damage in respect of a given investment. Whether GAM can establish such a prejudice is a matter to be examined on the merits. Uncertainty in this regard is not an obstacle to jurisdiction").

在 *Bilcon* 案中，仲裁庭認為兩條之適用之差異在反射性損失的主張，股東僅得按第 1117 條主張反射性損失，第 1117 條的設計目的是為允許投資人代表本地公司提出控訴，從而使得投資人得就反射性損失主張[171]，換言之，即 *Bilcon* 案之仲裁庭肯認美國之見解。

回顧 *Bilcon* 案仲裁庭之說明，仲裁庭在嘗試區辨兩條之適用情境時，反而造成更多混淆。首先，第 1117 條的設計目的是為允許投資實體就其所受的直接損害提出控訴，該控訴的提出係由受影響公司之股東代投資實體提出，這與受影響公司之股東提出反射性損失明顯不同。其次，受領賠償之主體為投資實體，而非提起控訴之股東，故 NAFTA 第 1117 條的設計，不論締約國最初設計條約之目的為何，單從文意解釋無法當然得出第 1117 條，係為使得投資人得利用第 1117 條，主張反射性損失[172]。

綜上所述，仲裁庭間及仲裁庭與締約國間對 NAFTA 第 1117 條及 NAFTA 第 1116 條之適用時機、解釋之矛盾顯而易見[173]，似不得貿然推導出有此規範之投資協定有限縮股東控訴權之意涵，又或是如此的規範方式係為禁止股東就反射性損失索賠。

第四款 UNCITRAL 第三工作小組之提案——股東控訴權行使要件之明文化

多數投資協定對於股東應受之保護及待遇並未明文規範之，又或是在徵收章節隱晦提及，故此舉乃將股東的權益保護範圍交由投資仲裁庭判斷[174]，但過去交由仲裁庭判斷股東權益保護範圍之態勢可能將被打破。

---

[171] *William Richard Clayton, Douglas Clayton, Daniel Clayton and Bilcon of Delaware Inc. v. Government of Canada*, PCA Case No. 2009–04, Award on Damages, ¶¶ 388-389 (Jan. 10, 2019).

[172] VANHONNAEKER, *supra* note 2, at 133-134.

[173] *See* Arato et al., *supra* note 3, at 244 (2023).

[174] *Id.*, at 102.

於 2019 年，UNCITRAL 第三工作小組將股東索賠及反射性損失之議題納入 ISDS 之可能改革中，在秘書處的說明文件中彙整對此議題之討論[175]。股東就反射性損失索賠的允許，是 ISDS 下獨有的制度，但 ISDS 卻未能以明確可見的政策理由加以支撐，且各國政府已在不同的爭端中對此提出質疑，反射性損失索賠帶來的問題與工作小組關切之事項密切相關，包括案件數量的增加與多重程序、對投資爭端解決之程序費用及所費時間、缺乏一致性的仲裁結果及解釋、雙重受償、公司法與財務之扭曲，除了上述，工作小組還列出其他潛在之問題，例如投資協定對外國股東之保護程度、反射性損失索賠對公司債權人、其他非索賠之股東權利、公司、投資結構所生之潛在影響、反射性損失索賠與第三方資金之利用等[176]。

在 2023 年 UNCITRAL 第三工作小組提出之改革草案中，該草案將股東索賠之要件明文化，股東原則上僅可以自身名義就所受的直接損失或損害提出索賠，例外於投資實體之全部資產遭地主國直接和全部沒收時，或投資實體向地主國尋求救濟時遭遇國際法下之司法不公（a denial of justice）時，始可以自己的名義主張，惟該賠償應由投資實體受領之[177]。

---

[175] U.N. Secretariat, Possible Reform of Investor-State Dispute Settlement (ISDS) Shareholder Claims and Reflective Loss, at 5, U.N. Doc. A/CN.9/WG.III/WP.170 (Aug. 9, 2019), https://docs.un.org/en/A/CN.9/WG.III/WP.170 [hereinafter U.N. Doc. A/CN.9/WG.III/WP.170].

[176] *Id.,* at 5-7, 9.

[177] U.N. Secretariat, Possible reform of investor-State dispute settlement (ISDS) Draft provisions on procedural and cross-cutting issues, at 6, A/CN.9/WG.III/WP.231 (July 26, 2023), https://docs.un.org/en/A/CN.9/WG.III/WP.231 [hereinafter U.N. Doc. A/CN.9/WG.III/WP.231] (providing that: "Draft provision 10: Shareholder claims 1. A shareholder may submit a claim pursuant to Draft Provision 3 on its own behalf only for direct loss or damage incurred as the result of a breach of the Agreement, which means that the alleged loss or damage is separate and distinct from any alleged loss or damage to the enterprise in which the shareholder holds shares. Direct loss or damage does not include diminution in the value of the shareholding or in the distribution of dividends to the shareholder as a result of loss or damage incurred by the enterprise. 2. A shareholder may submit a claim to a Contracting Party pursuant to Draft Provision 3 on behalf of an enterprise of that Contracting Party, which the shareholder owns or controls, only in the following circumstances: (a) All assets of that enterprise is directly and wholly expropriated by that Contracting Party; or (b) The enterprise sought remedy in that Contracting Party to redress its loss or damage but has been subject to treatment akin to a

## 第二節 國際投資仲裁下形塑之股東權益

在國際投資法下，股東或投資實體所面臨的侵害源是來自於地主國，地主國原則上屬於公司外部第三人，與內國公司法下所建構的股東訴訟權欲處理之侵害源不同。

仲裁庭基於投資協定將「股份及其他股權形式」列為受保護之投資標的，又投資協定未明文限制股東控訴權之範圍，或縱使有規範，同本章第一節之介紹，因規範用語之不明確而有爭議，導致股東控訴權行使之界限，落入仲裁庭之個案判斷中，仲裁庭允許股東主張反射性損失，並以股東個人名義受償，本文以下會接續藉由仲裁庭之判斷，以勾勒股東在國際投資法領域內之權益保障範圍。

### 第一項 股東提出反射性損失控訴為救濟

股東作為外國投資人有權按投資協定下所賦予之保護主張其權利，若從內國法的角度來看，股東主張的是因公司受損而受的間接損害，而屬於間接請求（indirect claims），但從國際投資法之角度觀之，股東是主張針對間接損害的直接請求（direct claims），換句話說，各該權利受不同法秩序規範，且權利主體在法律上是各自獨立的，故依循仲裁庭之判斷邏輯，股東主張反射利益是一獨立的權利，與公司無涉，股東有權在國際投資法下作為請求救濟之程序主體[178]。

於 *Gas Natural* 案中，阿根廷主張此案之控訴人為許可證持有者之股東，即控訴人是以間接股東之身分提出控訴，按阿根廷及其他多數國家之內國法律規範，股東無權主張屬於公司之權利，仲裁庭認為投資實體係按地主國內國法所成立，

---

denial of justice under customary international law. 3. When the Tribunal makes a final decision in favour of the shareholder in a proceeding pursuant to paragraph 2, the Tribunal shall award monetary damages and any applicable interest or restitutions of property to the enterprise").

[178] *See Id.*, at 137-139; *See e.g.* CMS Decision on Jurisdiction ¶ 68.

故股東所有之權利應以阿根廷之內國法規範，如股東會之召集程序要件、董事會選舉等，然而，若投資實體股份的持有者為受投資協定保護之另一締約國國民時，該股份當然構成投資協定所定義之「投資」，故按 ICSID 公約及本案雙邊投資協定之規範，外國股東具有提起投資仲裁之當事人適格（standing）[179]。

於 CMS Gas Transmission Company v. Argentina 案中，美國公司 CMS 為阿根廷天然氣公司 Transportadora de Gas del Norte（以下簡稱 TGN）之少數股東，持股比例約為 29%，TGN 於 1992 年阿根廷天然氣產業私有化改革期間，透過競標取得特許經營執照（License），處理天然氣輸送業務。CMS 按美國－阿根廷雙邊投資協定向 ICSID 提起仲裁，主張阿根廷經濟危機期間實施的緊急經濟措施，包括匯率凍結、關稅調整機制中止及貨幣轉換限制等，使其作為股東的投資價值嚴重受損，違反了投資協定所保障之公平與公正待遇條款等義務[180]。

地主國主張本案不具可受理性（admissibility），基於 TGN 始為特許經營執照的持有人及 CMS 僅為該公司之少數股東，CMS 於本案中主張的為反射性損失，而非作為投資人所受的直接損害，應僅有 TGN 始能針對所受損害提出請求，[181]，若允許 CMS 按其所持有的股權比例提出控訴，此舉暗示股東之地位與投資實體之地位不同，換言之，若 TGN 與阿根廷達成和解協議，CMS 僅能對該和解協議於投資實體內部表示異議，而無權主張其為獨立法律主體或具備獨立請求權[182]。CMS 則強調其欲主張的權利，非 TGN 所有，而是 CMS 本身對 TGN 的投資

[179] Gas Natural SDG, S.A. v. The Argentine Republic, ICSID (W. Bank) ARB/03/10 (Decision of the Tribunal on Preliminary Questions on Jurisdiction) (Jun. 17, 2005) ¶¶ 32-34.

[180] *CMS Gas Transmission Company v. Argentine Republic,* ICSID Case No. ARB/01/8, Award, 12 May 2005; CMS Decision on Jurisdiction, ¶ 18-21.

[181] CMS Decision on Jurisdiction, ¶ 36.

[182] CMS Decision on Jurisdiction, ¶ 37.

[183] 。

仲裁庭認為從地主國之控訴及控訴人之回應可證雙方的爭執點係本案仲裁庭管轄權之有無及可受理性的問題，故仲裁庭會針對上述爭議一併回應[184]。

仲裁庭分別從以下 4 個法體系，阿根廷內國法、國際法、ICSID 公約及本案所涉之《美國－阿根廷雙邊投資協定》（Treaty between United States of America and the Argentine Republic Concerning the Reciprocal Encouragement and Protection of Investment）回應此爭議。

首先，就管轄權有無之判斷依據為仲裁規則及投資協定，與阿根廷內國法無涉，退步言之，若要考慮內國法之規範，阿根廷法律中亦言明特殊情況下，得使用「揭穿公司面紗原則」[185]；其次，在國際法下，地主國雖然強調過去在投資實體受損時，得主張救濟之股東限於控制股東，非少數股東，但回顧過去之相關案件，判斷之焦點非置於『控制股東』的身分，而是股東能否獨立於受損之投資實體主張請求權[186]；再者，ICSID 公約並未對「投資」一詞作出定義，原因在於立法當時無法形成一致可接受的定義，在此背景下，所有相關的雙邊投資協定對「投資」一詞的解釋，係採取相當寬泛的解釋方式[187]，又回顧過往仲裁庭之判斷，各案件之事實背景皆不同，有些案件中投資人為多數股東，有些則非、有些案件涉及對股份的直接徵收，有些則不然、有些案件未曾對管轄權提出異議，有些則有爭執，上述差異雖存在，但仍不足以推翻該等判例所顯示之共同趨勢，即股東得獨立於投資實體提出控訴[188]；最後，仲裁庭接續分析《美國－阿根廷雙邊投資協

[183] CMS Decision on Jurisdiction, ¶ 40.

[184] CMS Decision on Jurisdiction, ¶ 41.

[185] CMS Decision on Jurisdiction, ¶ 42.

[186] CMS Decision on Jurisdiction, ¶¶ 46-48.

[187] CMS Decision on Jurisdiction, ¶¶ 49-52.

[188] CMS Decision on Jurisdiction, ¶¶ 53-56.

定》，因 *Lanco* 案已處理過此問題，仲裁庭逕以該案之仲裁庭判斷為回應，主張《美國－阿根廷雙邊投資協定》中對「投資」的定義相當寬泛，並允許多種解釋，關於股東權益，該協定從未指明，受保護之股東必須擁有公司管理之控制權或為多數股東，故仲裁庭依據國際法、ICSID 公約及《阿根廷－美國雙邊投資協定》，本案之少數股東 CMS 具備請求權資格（jus standi）[189]。

不論控制股東、少數股東、中間控股公司，仲裁庭一致認有「投資」即受保障，本文以下各取一經典實例，以釐清仲裁庭對此議題的判斷，其中於少數股東案例之介紹中，納入我國首次面臨第一宗投資人與地主國間投資爭端，本文欲以此極端案例闡釋如此解釋之矛盾。另外，因仲裁庭未區分控訴股東之持股比例，導致投資實體與股東間，就地主國之措施為如何之救濟手段時衝突時，使得控訴股東，透過救濟程序突破投資實體的決策權。

第一款 控訴權行使的門檻與控訴股東之持股比例無關

於 *Goetz v. Burundi* 案中，控訴人為控制股東。6 位比利時股東是透過一間擁有地主國國籍之當地公司 Affinage des Métaux (AFFIMET)於地主國進行商業活動，後因地主國將 AFFIMET 從事之礦業自自由貿易區（free economic zone）中除名，使 AFFIMET 無法享受原先享有之利益，6 位比利時股東遂以自己的名義向 ISDS 尋求救濟，又 AFFIMET 共發行 1,000 股，該 6 位比利時股東所持之股份加總共計 999 股[190]。於本案中，地主國並未爭執仲裁庭對本案之管轄權或可受理性等問題，仲裁庭仍認自己有義務對此議題為說明。仲裁庭認為過往投資仲裁之判斷未限制僅能由受地主國措施影響之法人始得提出控訴，又不論股東是出於什麼原因，選擇以個人之名義提起控訴，而非投資實體法人之名義，考量到股東

[189] CMS Decision on Jurisdiction, ¶¶ 57-65.

[190] *Antoine Goetz et consorts v. République du Burundi*, ICSID (W. Bank) ARB/95/3 (Award), ¶¶ 1-18 (Feb. 10, 1999) [hereinafter Goetz v. Burundi Award].

始為真正之投資人，仲裁庭對本案有管轄權，且本件之仲裁庭的判斷是對 6 位提起控訴之股東所為，而非 AFFIMET[191]。

在少數股東所提出控訴之案件中，亦清楚可證投資仲裁庭於管轄權與可受理性方面的審查上，不甚重視股東對投資實體的控制權。在 *Lanco v. Argentina*[192] 案中，Lanco International Inc.（Lanco）為美國公司，其取得了阿根廷當地公司 Terminal de Contenedores S.A.（TCSA）百分之 18.3 的股權，TCSA 取得阿根廷布宜諾斯艾利斯某港口之特許建造及經營權，而該特許協議（concession agreement）的簽約方包括 Lanco[193]。Lanco 主張地主國阿根廷給予 TCSA 的競爭者更優惠之待遇，致 TCSA 受有損失，故 Lanco 始向 ICSID 尋求救濟。惟阿根廷主張，Lanco 身為少數股東，與 TCSA 之爭議無直接關聯，但仲裁庭認為：第一，《美國－阿根廷雙邊投資協定》對投資的定義是非常寬鬆的，可容納不同之解釋空間，就股東權益而言，投資協定並未要求投資人必須對公司有控制權或管理權，又或是持有多數股份，故從 Lanco 持有 TCSA 百分之 18.3 股權即可認定 Lanco 為《美國－阿根廷雙邊投資協定》第一條定義之投資人[194]；第二，Lanco 不僅持有 TCSA 之股權，而且依據《美國－阿根廷雙邊投資協定》對「投資」的定義，可推論 Lanco 作為外國投資人，亦依據 Lanco 與阿根廷政府簽訂之特許協議享有特定之權利與義務，故仲裁庭認為 Lanco 於本案中主張之權利不單來自於身為 TCSA 股權之所有人，亦包括 Lanco 根據該特許協議所得之受保護的權利[195]。

另外，於我國首次面臨的第一宗投資人與地主國間投資爭端 *Surfeit Harvest*

---

[191] *Id.,* ¶ 89.

[192] *Lanco International Inc. v. The Argentine Republic*, ICSID (W. Bank) ARB/97/6 (Lanco Preliminary Decision: Jurisdiction of the Arbitral Tribunal) (Dec. 8, 1998).

[193] *Id.,* ¶ 5.

[194] *Id.,* ¶ 10.

[195] *Id.,* ¶ 11-12.

*Investment Holding Pte Ltd (Surefeit) v. Republic of China (Taiwan)* 案[196]，本件自 2017 年由國際仲裁海牙法院受理至今無實質進展，且有學者撰文，本案裁庭會基於個案事實，而認對該案無管轄權[197]，但本件所表彰之極端情形，頗能彰顯仲裁庭不區分控訴股東之持股比例一律給予該股東控訴之權利所帶來的爭議。

控訴人 Surfeit 為新加坡投資法人，於 2015 年花費大約新台幣 1300 萬元從交易市場取得台新金融控股股份有限公司（以下簡稱台新金）之股票，成為台新金之股東。以 2015 年台新金市值最低點計算，該筆持股約占台新金已發行股票的百分之 0.01[198]。按 ASTEP 投資協定第 9.1 條[199]，Surfeit 因持有台新金之股份，而為受投資協定保護之投資人。在國際投資法下，少數股東 Surfeit 得以持有約占台新金已發行股票的百分之 0.01，換取代表資本總額達新台幣 958.51 億元之台新金[200]，就台新金之失去彰銀經營權一事，在 ISDS 先位主張確認表決權契約存在，備位主張損害賠償之可能。

---

196 該案之爭端涉及台新金與我國財政部就彰化銀行（以下簡稱「彰銀」）經營權之爭奪，2005 年我國財政部為推動金融機構整併及公股銀行民營化，當時的公股銀行彰銀為引入策略投資人，以私募公開競標之方式辦理現金增資，財政部承諾會支持該策略投資人取得彰銀之經營權，台新金成功得標並取得彰銀該次發行之全數特別股股份，台新金並於財政部的支持下，連續於 2005、2008 及 2011 年董監改選中取得過半席次，惟 2014 年財政部不再支持台新金，使得台新金失去對彰化銀行之控制權。台新金透過我國內國法院程序對財政部提起民事訴訟，先位主張為確認「財政部應移轉經營權給台新金，及財政部應支持台新金指派代表人當選彰銀過半董事席次」之契約關係存在，備位請求損害賠償，此爭議於 Surfeit 提付仲裁時尚未確定，請參考：王孟倫，外資提彰銀案國際仲裁海牙法院受理，自由時報，2017 年 1 月 25 日。

197 相關討論可參考：Chieh Lo, *Surfeit V. Taiwan, A Claim Too Ambitious? An Assessment of Taiwan's First Investment Treaty Case and Its Implications*, 12(1) CONTEMP. ASIA ARB. J. 71 (2019); 黃意涵（2017 年），《論國際投資協定國籍安排之爭議 ——台新彰銀案之管轄權初探》，頁 102-114，國立政治大學國際經營與貿易學系研究所碩士論文。

198 Lo, *supra* note 197, at 76.

199 新加坡與臺灣、澎湖、金門及馬祖個別關稅領域經濟夥伴協定，2013 年 11 月 7 日簽署，第 9.1 條：「投資係指投資人直接或間接、所有或控制，並具投資特性之各類資產。投資之形式得包括但不限於：(b) 股份、股票或其他參與事業股權之方式，包括其衍生性權利...」。

200 台新金融控股股份有限公司（2015），2015 年企業社會責任報告書，頁 4，網址：https://www.taishinholdings.com.tw/tsh/responsibility/files/CSR-report/2015-CSR-report_c.pdf。

尚有部分向仲裁庭尋求救濟之案件，係透過多層控股架構之其中一環（又稱中間控股公司）提出控訴，而該環節的中間控股公司持有投資實體之股份，此類中間控股公司非最終實質受益人，其背後可能有一自然人為最終受益人又或是該公司僅為一多層控股架構之一環，故若要釐清其最終實質受益人，需層層剝開該公司之股權架構。仲裁庭原則上基於投資協定對「投資」之廣泛定義，會將中間控股公司視為投資人，因而具備當事人適格，又仲裁庭會將分析聚焦在多層控股架構中可見之部分，而不採揭露公司面紗原則去探究公司背後之實質受益人，除非適用之投資協定有額外要求投資人應滿足「控制權」之要件[201]。

綜合上述，按有「投資」即屬於「投資人」，仲裁庭在給予股東保護時不區分個別股東之持股比例，所有受投資協定保障之股東，皆得對地主國行使其股東控訴權，主張反射性損失。

第二款 控訴股東透過控訴權的行使突破投資實體決策權

因受投資協定保障之股東具尋求投資仲裁救濟之當事人適格，縱使股東的經營或訴訟策略與公司本身之立場相矛盾，股東仍可獨立主張其權利，而破壞投資實體與地主國間簽訂和解協議的可能[202]，此可從 *Sempra* 案的仲裁庭意見證之。

Sempra Energy International（以下簡稱 Sempra）係間按美國加利福尼亞州法律所設立的公司[203]。本案涉及 Sempra 對兩間公司 Sodigas Pampeana S.A.（以下簡稱 Sodigas Pampeana）和 Sodigas Sur S.A.（簡稱 Sodigas Sur）的投資，Sodigas Pampeana 及 Sodigas Sur 分別擁有兩家天然氣分銷公司——Camuzzi Gas Pampeana（以下簡稱 CGP）和 Camuzzi Gas del Sur（以下簡稱 CGS），CGP 及

[201] CAMPBELL MCLACHLAN, LAURENCE SHORE AND MATTHEW WEINIGER, INTERNATIONAL INVESTMENT ARBITRATION 191 (1st ed. 2007).

[202] *See* VANHONNAEKER, *supra* note 2, at 140.

[203] Sempra Award, ¶ 1.

CGS 皆於地主國阿根廷 1989 年之私有化改革過程中取得家天然氣分銷經營許可，Sempra 主張其自西元 1996 年（下同）起開始收購 Sodigas Sur 及 Sodigas Pampeana 的股份，於此際其間接對 Sodigas Sur 和 Sodigas Pampeana 持有達 43.09%的股權，而這兩家公司共同持有 CGS 90%和 CGP 86.09%的股份[204]。

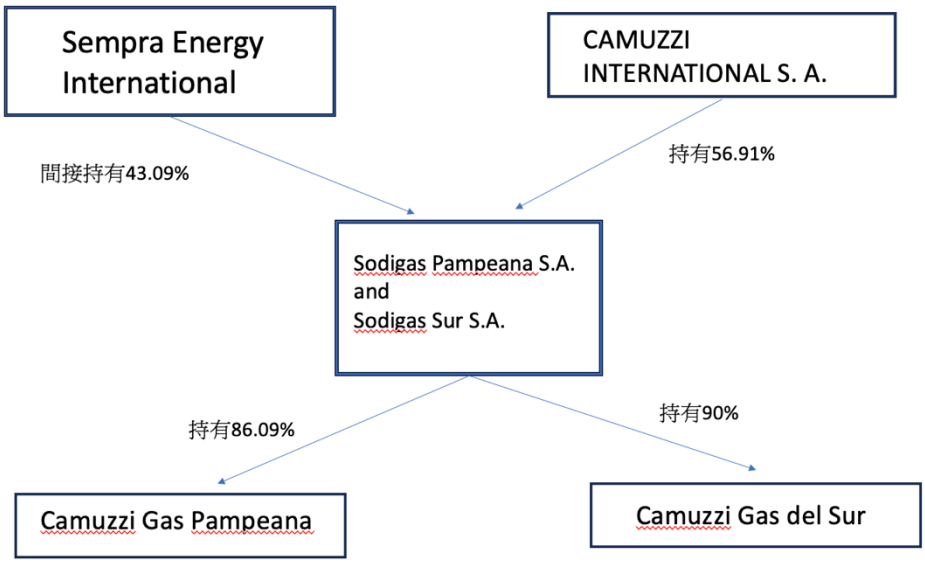


圖 1— Sempra 的控股結構

（本文自製；資料來源：Sempra Award, ¶ 88; Camuzzi Decision on Objection to Jurisdiction, ¶ 9.）

惟於 2001 至 2002 年阿根廷爆發經濟危機，政府採取之緊急經濟措施，該經濟措施削弱 Sempra 的投資回報，且因為上述措施使 CGP 和 CGS 兩家公司盈餘大幅下降，致無法償還以美元計價之國際貸款，而進一步削弱 CGP 及 CGS 的價值，影響了 Sempra 的投資[205]。

Sempra 於 2002 年向依據 《美國—阿根廷雙邊投資條約 BIT》向 ICSID 提出仲裁，指控阿根廷政府的經濟措施違反「公平與公正待遇（FET）」原則，並構成「間接徵收（Indirect Expropriation）」。

[204] *Id.*, ¶ 88.

[205] *Id.*, ¶ 197, 198.

緊急法 No. 25.561 指示政府啟動針對受相關措施影響的公共事業契約之重新談判程序，阿根廷政府要求特許經營商放棄在當地法院或國際投資法仲裁庭提出的所有索賠控訴，以此設為參與談判之前提要件[206]。阿根廷政府於 2007 年 4 月 26 日分別與本案中涉及的兩家特許經營商 CGS 和 CGP 簽署了備忘錄，根據此備忘錄，自 2008 年 1 月 1 日起，其中一家公司的費率將調整 25%，另一家公司則從 2007 年 7 月 1 日起開始調整，兩家公司的平均費率增幅不得超過 15%，而此協議還納入，要求 CGS 和 CGP 及其股東停止和中止自司法或仲裁程序尋求救濟的條款[207]。

阿根廷政府於 2007 年 6 月 29 日向仲裁庭提出書面意見，認為上述協議使本案不可受理，因為特許經營商 CGS 和 CGP 已接受新的費率制度，而投資者沒有任何獨立的控訴權。Sempra 反駁此觀點，主張其並未接受該協議，且該協議僅約束 Camuzzi（在另一程序中提出控訴的請求人）[208]，Camuzzi 亦為 CGS 和 CGP 的間接投資人。Sempra 並提出其已在阿根廷內國法院對 Camuzzi 提起訴訟，指控其違反股東協議[209]。

仲裁庭認為，首先，因 Sempra 為一名受投資協定保護之投資人，因此在其利益未得到充分滿足的情況下，不能受限於不同實體之間的協議。該協議就 Sempra 的利益而言，係屬於他人的行為（res inter alios acta）[210]。Sempra 在特許經營商的投資利益仍然受到控訴措施之影響，故應被視為 Sempra 在本案有權續

---

206 *Id.,* ¶ 220.

207 *Id.,* ¶ 224.

208 *Camuzzi Int'l S.A. v. Argentine Republic*, ICSID Case No. ARB/03/2, Decision on Objection to Jurisdiction (May 11, 2005) [hereinafter Camuzzi Decision on Objection to Jurisdiction].

209 Sempra Award, ¶ 225.

210 此為拉丁文，以英文直譯即為：「a thing done between some does not harm or benefit others」，他人間之行為不應傷害、或使其他人受益，將此觀點置於契約法下則有契約相對性之意味。

行救濟，因此，仲裁庭認為在此背景下，該控訴沒有理由被視為不可受理[211]；其次，該協議對 Sempra 仍具有影響，因此協議使特許經營商 CGS 和 CGP 受有一定程度之利益，故仲裁庭在此要考慮兩個問題，第一乃雙重救濟（double dipping），因該協議有要求簽約方 CGS 和 CGP，應負有使阿根廷政府免於因該事件再受司法或仲裁程序之追訴，第二係客觀上該協議將改善特許經營商的業務，且 Sempra 作為股東也會連帶受益[212]，故仲裁庭在計算控訴方所受損害時有將 MOU 的內容納入考量[213]。

## 第二項 股東控訴權之行使界限——可受理性之判斷

在國際投資法下，投資實體之股東，包含間接股東在內及投資實體本身均得分別向仲裁庭交付仲裁，如在 *CME*[214]案和 *Lauder* 案[215]中，仲裁庭允許中間控股公司 CME 及其持股者——自然人股東 Lauder，分別提出仲裁請求，惟仲裁庭例外基於權利濫用，於 *OTH v. Algeria*[216]及 *Orascom TMT Investments S.à r.l.（OTMTI） v. Algeria*[217]案，同樣也是由不同層級之間接持股者提出之控訴，後案 *OTMTI* 仲裁庭認定本件於程序上不具可受理性（Admissibility）而駁回，從仲裁庭見解的變遷可證，仲裁庭已逐漸藉由案件事實形塑出股東控訴權行使的界限。

---

211 Sempra Award, ¶ 227.

212 *Id.*

213 *Id.,* ¶ 456.

214 *CME Czech Republic B.V. v. Czech Republic*, UNCITRAL, Partial Award (Sept. 13, 2001) [hereinafter CME partial Award].

215 *Ronald S. Lauder v. The Czech Republic*, UNCITRAL (Final Award) (Sept. 3, 2001) [hereinafter Lauder Final Award].

216 *Orascom Telecom Holding S.A.E. v. People's Democratic Republic of Algeria*, PCA Case No. 2012–20 [hereinafter OTH v. Algeria].

217 *Orascom TMT Investments S.à r.l. v. People's Democratic Republic of Algeria*, ICSID Case No. ARB/12/35, Award (May 31, 2017) [hereinafter Orascom *Award*].

Czech Republic B.V.（以下簡稱 CME）持有當地公司 Česká Nezávislá Televizní Společnost, spol. s r.o. (ČNTS)百分之 99 的股權，而設立於荷蘭的公司 CME 係由美國公民 Ronald Lauder 控制[218]。美國公民 Ronald Lauder 按《美國－捷克共和國雙邊投資協定》（US-Czech Republic BIT）及 UNCITRAL 仲裁規則提起 *Lauder* 案[219]。在該案仲裁程序啟動後不久，CME 也隨即按《荷蘭－捷克共和國雙邊投資協定》（Netherlands-Czech Republic BIT）及 UNCITRAL 仲裁規則提起仲裁程序，其主張與 *Lauder* 案相同，並基於相同的事實提出控訴[220]。在 *Lauder* 案仲裁庭作出裁決僅僅數日後，*CME* 案仲裁庭即作出了部分裁決（partial award），其仲裁判斷與 *Lauder* 案之判斷截然不同[221]。*Lauder* 案之仲裁庭駁回了全部賠償請求，而 *CME* 案之仲裁庭則認為捷克共和國的行為構成違反 BIT 的行為。

值得注意的是，*CME* 案之仲裁庭認為 Lauder 同時依據不同的投資協定提請仲裁並不構成權利濫用，兩份不同之投資協定分別授予兩相同事實之案件救濟，在管轄權是由各自投資協定分別授予之前提下，這並不會剝奪另一案件之管轄權[222]。同時，該案件只要符合投資協定的投資定義，控訴方即有權據此依據不同之投資協定主張其權利，又不論是《荷蘭－捷克共和國雙邊投資協定》或《美國－捷克共和國雙邊投資協定》皆為捷克內國法之一部，兩者間無孰高孰低又或是相互取代的關係，故 *CME* 案之仲裁庭據此認定對此案有管轄權，且本案具可受理性[223]。

於 *OTH v. Algeria* 案中，Orascom Telecom Holding S.A.E.（OTH）在 2012 年

[218] CME partial Award, ¶¶ 4-6.

[219] Lauder Final Award, ¶¶ 1-10.

[220] Lauder Final Award, ¶¶143, 156-166.

[221] CME partial Award, ¶¶ 412-419; Lauder Final Award, ¶ 309.

[222] CME partial Award, ¶ 412.

[223] *Id.,* ¶ 419.

依據《阿爾及利亞與比利時－盧森堡經濟聯盟雙邊投資協定》（Algeria-Belgium-Luxembourg Economic Union BIT）向常設仲裁法院（Permanent Court of Arbitration）提付仲裁[224]，本件雙方後續以達成和解結案。

在 *OTH v. Algeria* 案進行時，Orascom TMT Investments S.à r.l.（OTMTI）依據相同之投資協定於 ICSID 提付仲裁以尋求救濟，控訴地主國阿爾及利亞之措施有損其在當地的子公司 Orascom Telecom Algérie S.P.A.（OTA），惟 OTMTI 及 OTH 乃屬同一集團，且 Naguib Sawiris 同時身兼為 OTMTI 之董事、OTA 之董事及 OTH 之董事長[225]。

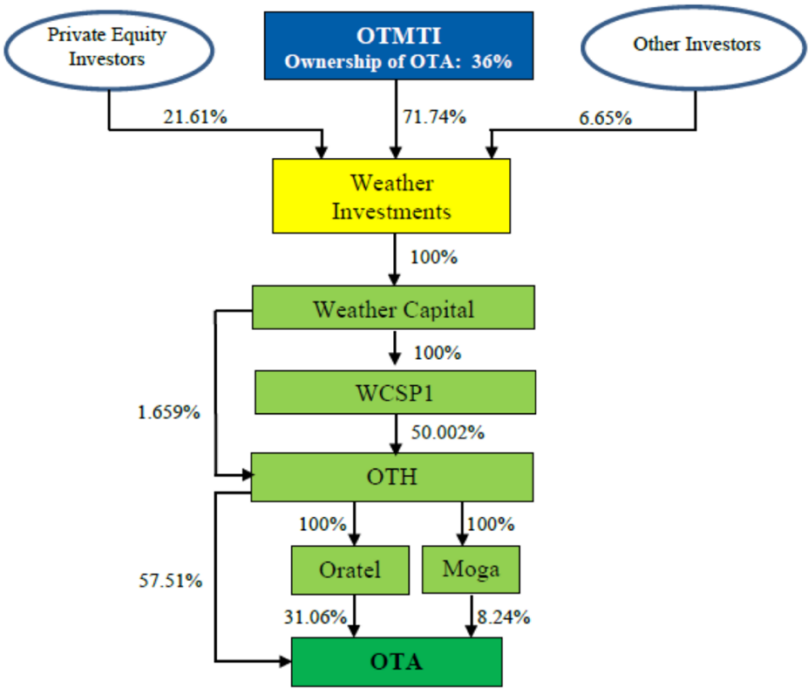


圖 2— 2011 年 OTMTI 對 OTA 之控股架構

（資料來源：Orascom Award, ¶ 153）

*OTMTI v. Algeria* 案之仲裁庭認為當投資人透過一多層控股結構來經營公司

[224] OTH v. Algeria.

[225] Orascom *Award,* ¶¶ 154-155.

業務本身並不違法，因經營者可能出於各種考量，包括規避稅務或為爭端發生前之國籍規劃，但若投資人試圖透過公司鏈上不同層級，並利用地主國所締結之不同投資協定以針對同一措施反覆提出控訴，則可能構成權利濫用[226]。

在國際投資法下，因投資協定之保護多涵蓋間接投資，這意味著在此鏈上之投資實體可享受多個投資協定之保護，即這些鏈上之投資實體皆有資格就同一投資對地主國提付仲裁，然而，如此並不當然意味著地主國同意反覆受同一投資人控制、位於同一鏈上之不同投資實體，就相同的投資、相同的措施及相同之損害，反覆應訴[227]。本案控訴方之實質受益人 Naguib Sawiris 利用該多層控股結構尋求投資仲裁之保護，但 Naguib Sawiris 的利用方式與投資協定欲達成之目的及宗旨相違背，故基於程序濫用，本件不具可受理性。

同時本件仲裁庭特別強調，本件判斷所做的分析是基於本案事實所為，包括：（1）控訴方皆為多層股權架構之一環；（二）該結構中的各個投資實體有相同之實質受益人；（三）各個投資實體控訴之措施相同；（四）從經濟上本質觀之，各投資實體所請求之賠償係相同的[228]。

當然，本件仲裁庭有意識到本件之判斷與 *CME/Lauder* 案之差異，但考量 *CME/Lauder* 案程序上之背景，意即被控訴方拒絕兩案之合併，及在這 15 年間仲裁庭對權利濫用原則應用之建立，故為避免條約起草者於當時未能預見且違背條約目的的發生，仲裁庭得如此適用條約[229]。

由 *OTMTI v. Algeria* 案可證，投資實體 OTA 的股東 OTMTI 與 OTH 均主張因地主國措施導致 OTA 受損而遭受反射性損失。仲裁庭在審查股東的控訴權時，

[226] *Id.*, ¶ 542.

[227] *Id.*, ¶ 543.

[228] *Id.*, ¶ 546.

[229] *Id.*, ¶ 547.

仍會考量該案件之可受理性，若認定提訴具有濫用性，將以不具受理性為由駁回案件，由此可見，仲裁庭並非無條件承認所有股東，得以不同法人格提出反射性損失索賠，而是以權利濫用原則作為受理界限。

### 第三項 仲裁庭對股東主張反射性損失的計算方式

在國際投資仲裁之案件，股東主張就投資實體之反射性損失受償，原則上都是以自己之名義受償[230]，如此才毋需與其他未提起仲裁之股東或公司之利害關係人分配受償金額，又或是以投資實體及投資人之名義共同受償[231]。

另外，在計算反射利益之損害賠償時，仲裁庭要考量兩種損害，投資實體因地主國所受之損害，及控訴股東所受之損害，地主國之措施影響投資實體，致其受有直接損害，但該損害會流動至股東身上（flow-through），股東所受之損害為按其所有之股份數之價值的減少，故投資人所有之股份始為受投資法保障之標的，而非公司資產，仲裁庭在判斷股東之損害時會以以下兩種方式計算之，股息損失法（loss of dividends）或股份價值損失法（loss in share）[232]。

採取賠償計算方式的分野在於投資實體之情況，若投資實體因地主國之措施而遭摧毀（destruction）則應採取股份價值損失法，若投資實體因地主國之措施而受有損害（impairment）則應採取股息損失法[233]。惟運用股息損失法計算損害賠償時，使仲裁庭的判斷涉及更多的事後推測，因股息發放與否係公司決策機關所為之決策，且此決定會因不同的考量而有異[234]，縱使投資實體當年度有盈餘，

---

230 *See e.g.* AAPL Final Award, ¶ 9; CMS Final Award ¶ 468; CME Partial Award ¶ 31.

231 *See e.g.* Blusun S.A., Jean-Pierre Lecorcier & Michael Stein v. Italian Republic, ICSID Case No. ARB/14/3, Award ¶ 48 (Dec. 27, 2016); Sempra Award, ¶ 398.

232 *See* VANHONNAEKER, *supra* note 2, at 338-340.

233 *See* Id., at 340-341.

234 *See* Id., at 342.

公司決策機關或許決定保留盈餘而擴大投資，而非發放股利。

於 *AAPL v. Sri Lanka* 案[235]案中，提起控訴的為在香港成立的 Asian Agricultural Products Ltd.（AAPL），該公司持有 Serendib Seafoods Ltd.百分之 48.2 之股權[236]，Serendib Seafoods Ltd.為設立於斯里蘭卡的公開發行公司，Serendib Seafoods Ltd.於斯里蘭卡經營人工蝦類養殖，於斯里蘭卡政府軍與反抗軍衝突之際，該養殖場遭軍方摧毀[237]。仲裁庭表明本案受保護之標的為 AAPL 公司所持有的 Serendib 公司的股份，該股份之價值即為國際法下保護之標的[238]，而非 Serendib 公司所有的資產，但因本案中欠缺一個股票市場來判斷 AAPL 所有之股份價值，故仲裁庭僅得退而求其次，透過假設一位合理之買方願意對 AAPL 所持有股份支付之合理價格來計算[239]。仲裁庭係以投資實體 Serendib 之實體資產價值（tangible asset-based）乘以 AAPL 之持股來計算控訴人的損失[240]，仲裁庭亦言明在計算投資實體 Serendib 之實體資產價值會考量其負債以保障投資實體債權人的利益[241]，且控訴人 AAPL 也言明在獲得足夠賠償之前提下，會放棄對 Serendib 之股權[242]。

於 *LG&E* 案中，仲裁庭所用之計算方式為「於 2000 年至 2005 年間，股東預期所得之股息扣除實際取得之股息」，仲裁庭之所以採用此方式是因為投資實

---

235 *Asian Agricultural Products Ltd. (AAPL) v. Republic of Sri Lanka*, ICSID (W. Bank) ARB/ 87/3 (Final Award) (Jun. 27, 1990) [hereinafter AAPL Final Award].

236 雙方於管轄權階段並未爭執 AAPL 作為少數股東是否有權於仲裁庭提付仲裁，而係在損害賠償之分配上，雙方就 AAPL 的持股比例為爭執，若將斯里蘭卡出口發展局取得之特別股視為債務，則 AAPL 所持之股份為 48.2%，但若該特別股被視為股權，則 AAPL 所持之股份佔比為 37%，請參考 AAPL Final Award ¶ 93.

237 AAPL Final Award, ¶ 3.

238 *Id.*, ¶ 95.

239 AAPL Final Award, ¶¶ 95-96.

240 AAPL Final Award, ¶¶ 96-100.

241 AAPL Final Award, ¶ 98.

242 AAPL Final Award, ¶ 109.

體仍繼續存在，並從地主國之措施中恢復，而投資人繼續持有該受影響之股份[243]。

在股東及投資實體共同提出控訴之際，仲裁庭係如何在投資人及投資實體間分配該賠償金呢？以下自仲裁庭對 Micula 案件之判斷以窺其中端倪。

於 *Micula* 案中，因本件最初將爭端提付仲裁時，是由投資人 Micula 兄弟與部分投資實體共同為控訴方，且未表明該賠償具體之分配方式，案件審理後期，Micula 兄弟主張該賠償應完全由投資人 Micula 兄弟取得，惟地主國反對，仲裁庭僅依程序上之理由拒絕投資人 Micula 兄弟之主張，卻未回應投資實體的損失是否等於投資人之損失及債權人於國際投資法下之保護等問題，以下針對本案背景事實及雙方就此爭點上之討論為介紹，並以仲裁庭之判斷作結。

在 1990 年代後期，羅馬尼亞為促進貧困地區之經濟發展，推動了諸多投資獎勵措施，目標係為吸引外人投資[244]。其中，羅馬尼亞於 1998 年立法公佈之「24/1998 號緊急政府條例」（Emergency Government Ordinance24/1998，以下簡稱 EGO24）提供關稅減免、原料關稅免徵、所得稅減免等優惠，吸引投資人於羅馬尼亞的貧困地區投資[245]。

瑞典籍投資人 Ioan Micula 和 Viorel Micula（以下簡稱為 Micula 兄弟）及其直接或間接控制公司、並按羅馬尼亞法規所設立的三家公司，分別為 S.C. European Food S.A.、S.C. Starmill S.R.L.和 S.C. Multipack S.R.L.，自 2000 年起對羅馬尼亞西北部進行大量投資[246]，惟於 2005 年 2 月，即羅馬尼亞加入歐盟前夕，

---

[243] *LG&E Energy Corp., LG&E Capital Corp., and LG&E International, Inc .v. Argentine Republic*, ICSID Case No. ARB/02/1, Award ¶¶ 35-36 (Jul.25, 2007) [hereinafter LG&E Award].

[244] *Ioan Micula et al. v. Romania*, ICSID Case No. ARB/05/20, Final Award, ¶¶ 137-144 (Dec. 11, 2013) [hereinafter Micula Final Award].

[245] *Id.,* ¶¶ 145,148.

[246] *Id.,* ¶¶ 131, 156.

為符合歐盟法對於國家補貼之規範，羅馬尼亞撤銷了大部分之投資獎勵措施[247]。

Micula 兄弟在羅馬尼亞境內投資之公司多個公司，該數個公司組合之集團名稱為 European Food and Drinks Group（以下簡稱「EFDG」），而提起仲裁救濟的公司實體雖僅 S.C. European Food S.A.、S.C. Starmill S.R.L.和 S.C. Multipack S.R.L.為 EFDG 下之公司[248]，但仲裁庭認為因 Micula 兄弟直接或間接持有 EFDG 幾乎全部公司的股份，持股比例達到至少 99.96%，又因 Micula 兄弟未直接表明 EFDG 非本件之控訴方，且在控訴中他們主張本案爭議係因「本案爭議之肇因為投資於羅馬尼亞 Stei-Nucet and Drăgăneşti 村莊」，而該項投資涵括眾多食品生產設施及相關服務，故仲裁庭認為本件之審理標的包含所有 Micula 兄弟作為個人投資人於其他投資實體下所遭受之損失[249]。

Micula 兄弟主張羅馬尼亞撤銷投資獎勵措施之行為違反《瑞典與羅馬尼亞間簽訂之雙邊投資協定》（the Agreement between the Government of the Kingdom of Sweden and the Government of Romania on the promotion and Reciprocal Protection of Investments）（以下簡稱瑞典—羅馬尼亞雙邊投資協定）[250]，遂於 2005 年 8 月向 ICSID 提付仲裁[251]。

仲裁庭於 2013 年基於羅馬尼亞單方撤銷投資獎勵之行為損害了投資人的合理期待，構成公正與公平待遇原則之違反，對 Micula 兄弟做成有利判斷。另針對該賠償應由個人投資人 Micula 兄弟或 Micula 兄弟及三家公司或由三家公司取得的爭議，仲裁庭表示因控訴方未闡明應如何分配，及 Micula 兄弟自顧主張公

[247] *Id.,* ¶¶ 132.

[248] *Id.* ¶ 156.

[249] *Id.* ¶¶ 929-943.

[250] *Agreement between the Government of the Kingdom of Sweden and the Government of Romania on the Promotion and Reciprocal Protection of Investments*, Swed.-Rom., Oct. 29, 2002.

[251] Micula Final Award, ¶ 10.

司欲撤回其控訴於法無據[252]，故仲裁庭做出羅馬尼亞應向全體控訴方給付合計利息共 1.78 億歐元之賠償[253]。

投資人 Micula 兄弟主張投資人有權將投資實體的損失視為自身的損失並提出索賠[254]，但地主國對此有爭執，地主國認為 Micula 兄弟無權獲得與投資實體相同之損害賠償數額[255]，Micula 兄弟於本案中可請求之損害賠償應限於本人所遭受的損失，例如其持股價值的減損或股息損失[256]。

投資人 Micula 兄弟表示：「在國際投資法下，投資人為唯一之受保護實體，而債權人（包括國家）無法主張對此擁有請求權，因為他們明知投資人於國際投資法下所擁有之權利，因此，債權人或稅務機關無法期待透過 ICSID 仲裁之判斷來討回投資實體所積欠之稅款或其他債權 [...]，關於投資實體及其債權人和員工的處境，若仲裁判斷將賠償金授予投資人，[...] 若僅從法律之角度觀之，我們的立場是：雙邊投資條約（BIT）係保護外國投資人，當外國投資人的權利遭受侵害時，他們有權獲得賠償，而外國投資人才是此案件中的真正利害關係人，此已在多起案件中獲得確認。至於投資實體的命運，則不在考量範圍內[...]」[257]。

地主國主張，Micula 兄弟混淆了其請求權資格（standing）與其可能獲得的損害賠償數額，請求權資格係管轄權問題，而其可獲得的損害賠償數額乃實體法律問題，仲裁庭已確認對本案之請求具有管轄權，惟這並不意味著 Micula 兄弟有權獲得與投資實體相同之損害賠償數額[258]，Micula 兄弟於本案中可請求之損

[252] *Id.*, ¶¶ 1229-38, 46.

[253] *Id.*, ¶¶ 1329.

[254] *Id.*, ¶ 1201.

[255] *Id.*, ¶¶ 1195.

[256] *Id.*, ¶¶ 1196.

[257] *Id.*, ¶¶ 1204.

[258] *Id.* ¶¶ 1195.

害賠償應限於本人所遭受的損失，例如其持股價值的減損或股息損失[259]。若無視股東在公司資產分配中處於最後順位的事實將是不公平的，若將資產分配予股東，將導致債權人無法全額受償[260]。此乃投資人選擇透過一個多層控股結構管理公司、經營業務，而非以個人名義經營時，所作出的基本交易安排之一，即股東在公司資產分配中處於最後順位，因為如此對他們有利，投資人不能於投資仲裁中無視公司實體具有獨立的法人格及個人控訴人 Micula 兄弟並不擁有公司的資產等事實，另外公司實體之債權人——包括國家（因其對逾期稅款擁有無可爭議的稅收債權）——對公司實體資產擁有優先受償權，特別是 Micula 兄弟在公司實體已明顯無法償還其債務的情況下[261]。

仲裁庭基於程序上的理由拒絕 Micula 兄弟之請求[262]，羅馬尼亞應向全體控訴方為給付，包括 Micula 兄弟及一併提出控訴之 3 間投資實體 S.C. European Food S.A.、S.C. Starmill S.R.L.和 S.C. Multipack S.R.L.。仲裁庭認為投資實體 S.C. European Food S.A.、S.C. Starmill S.R.L.和 S.C. Multipack S.R.L.與個人投資人 Micula 兄弟皆向仲裁庭尋求救濟，且 S.C. European Food S.A.、S.C. Starmill S.R.L.和 S.C. Multipack S.R.L.未撤回控訴，又鑑於仲裁庭已確認羅馬尼亞應負賠償責任，若按控訴人之請求，將全部損害賠償金裁定僅予個人投資人 Micula 兄弟，將致投資實體喪失其權利，考量投資實體已無力清償債務，故仲裁庭駁回個人投資人請求將賠償金裁定給予 Micula 兄弟之請求[263]。

針對如何在 5 位控訴人間分配賠償款項，仲裁庭基於以下理由，闡明其無法分配：第一，仲裁庭無法將全部賠償分配予投資實體，因有部分賠償屬於未提起

[259] *Id.* ¶¶ 1196.

[260] *Id.,* ¶¶ 1203.

[261] *Id.*

[262] Micula Final Award, ¶ 1229.

[263] *Id.*, ¶¶ 1230-38.

控訴之其他由 Micula 兄弟控制之其他公司[264]；第二，雖然仲裁庭對於投資實體所受之損害是否等於投資人所受之間接損失無法達成一致見解[265]，但仲裁庭強調因 Micula 兄弟持有該集團 EFDG 高達百分之 99.96%之股權，故投資實體所受的直接損害可被視為為 Micula 兄弟所受之間接損害[266]；第三，若強制要求仲裁庭區分投資實體及個人投資人間分別受到之損害，可能會導致雙重受償（double recovery）之風險[267]，仲裁庭無法計算出不同主體間個別之損害，故賠償款項應由投資實體及個人投資人共同取得[268]。

國立政治大學 National Chengchi University

[264] *Id.*, ¶¶ 929-943, 1242.

[265] 請參 Micula Final Award, ¶ 1245 footnote 269.

[266] *Id.*, ¶ 1245.

[267] *Id.*, ¶ 1246.

[268] *Id.*, ¶ 1247.

# 第四章 國際投資法下與內國法就保障之落差與衝突

在國際投資法下，因投資協定及仲裁規則對股東權利義務規範之匱乏，仲裁庭往往不區分股東身分，只要其持有投資公司之股份，且該股份符合投資協定所定義之「投資」，便具備「投資人」之地位，給予其完整之保護，與內國法股東僅在特定權利下受有限保護之情形大相徑庭，仲裁庭給予之保護是否已超過股東在公司法下得享有之權利？

本文以下將從兩法制間之落差討論，並點出具體之衝突。

## 第一節 與內國法制度之落差

### 第一項 公司法與國際投資法規範重心之不同

依本文第二章之討論，內國法下股東訴訟權之設計核心，係為處理股東權利受公司內部侵害之情形，無論該侵害肇因於控制股東、董事會，抑或其他經營階層，若受損害權利係屬於股東個人所有，如資訊權、控制權或經濟權等，股東得逕以自己之名義尋求救濟，此際，公司法毋需給予特殊規範；但反之，若受有直接損害為公司，而股東係受間接損害，仍應由公司自行出面主張權利，且因公司董事或經理人往往係造成公司損害之緣由，又或是董事間礙於同事情誼而怠於為公司主張權利，內國公司法下設計之規範係為解決此問題，而代位訴訟制度便是最常見的救濟方式[269]。倘侵害源係外部第三人，蓋公司為具獨立法人格之權利主體，理論上應由公司決策機關主張權利、追究責任，疏難想像公司決策機關會放任損害發生或擴大而不作為，除非是公司決策者與外部第三人間存在利益勾結之特殊情形，致使公司喪失作為之意願或能力，此際，股東仍可透過公司法賦予其之訴訟權之行使，追究內部人違反忠實義務責任，藉以回復公司利益並維護公司

[269] 關於此議題之討論，詳見前文第二章第二節第四項。

整體法益。

同時，內國公司法考量少數股東礙於其持股比例無法影響公司經營階層之決定時，可能會面臨控制股東不公平之侵害，如不法、壓迫或詐欺時，才例外賦予少數股東救濟之權利，如美國修正模範商業公司法規定之聲請裁定解散公司或請求收購股權[270]，或英國法下的公正和平解散制度及不公平侵害救濟等少數股東得行使之救濟手段[271]，故內國法下之股東訴訟權益保障係圍繞著，避免少數股東遭受多數股東以持股優勢的霸凌而設計。

但在國際投資法下，股東欲抵禦之侵害係來自外部之侵害，即地主國之措施，換言之，內國公司法之設計重心旨在解決股東面臨內部侵害時，包括公司內部的控制權爭奪或管理濫權等問題，得採取之有效救濟手段，與國際投資法係面對地主國措施或徵收行為所受之侵害不同，故內國公司法與國際投資法規範重心不同，欲處理之侵害源也不同。

## 第二項 股東得主張反射性損失及其受償範圍

回顧過往仲裁庭之判斷，仲裁庭之審理可區分為三階段，第一階段為判斷仲裁庭對本案管轄權之有無，於此階段之討論，仲裁庭基於有「投資」即股東具備「投資人」之身分，股東有受保護之利益，故股東得獨立行使控訴權，不受公司是否提起救濟之拘束[272]。值得注意的是，並不是所有案件皆會爭執股東是否得獨立行使控訴權，即管轄權之有無，例如 AAPL 案中地主國便未曾對股東是否具有該案之當事人適格提出質疑[273]；第二階段為實質問題的審理，於此階段，仲裁庭

[270] Revised Model Business Corporation Act §14.30(2), §14.34(a).

[271] the Insolvency Act 1986 s.122 (1) (g); the Company Act 2006 s.994 (1).

[272] *See e.g.* CMS Decision on Jurisdiction, ¶ 68.

[273] *See generally* AAPL Final Award.

會判斷地主國之措施與投資實體所受損害間之因果關係，仲裁庭的判斷大多圍繞著「投資實體」所受的損害[274]；後續在第三階段，即損害賠償之分配議題上，仲裁庭以損害會流動至股東身上為由，按股東所有之股份數之價值的減少，將損害分配予股東，如 *AAPL* 案[275]，又或是同 Micula 案中，由「控訴股東與投資實體」共同受領損賠數額[276]。

表格 1—仲裁庭審理階段之主軸及討論主體整理

| 審理階段次序 | 審理階段 | 討論的主體 | 仲裁庭之審理方式及其理由 |
|---|---|---|---|
| 一 | 管轄權 | 控訴股東 | 有投資即有受保護的利益 |
| 二 | 地主國之措施與損害間之因果關係 | 投資實體 | |
| 三 | 損害賠償的分配 | 控訴股東 | 按控訴股東持股比例分配 |
| | | | 未分配，由投資人及投資實體共同受償 |

（資料來源：作者整理）

此外，多數投資協定並未對控訴股東的持股比例設有最低門檻，且國際投資法下所稱的「股東」，並非指公司所有股東作為一整體主體，而是每一位符合投資協定保護要件的股東均擁有其獨立的請求權，此獨立性使得控制股東、少數股

[274] *See generally Blusun S.A., Jean-Pierre Lecorcier & Michael Stein v. Italian Republic*, ICSID Case No. ARB/14/3, Award (Dec. 27, 2016).

[275] AAPL Final Award, ¶¶ 96-100.

[276] Micula Final Award, ¶ 1329.

東，或透過中間控股公司間接持股者，皆可各自對地主國提起請求、主張個別所受的損害[277]。

由此可見，仲裁庭於審理階段時，於控訴股東與投資實體之間任意轉換，未能區辨控訴股東與投資實體為不同之法人格，又未能說明資協定所賦予股東獨立於投資實體權利之具體內涵，且未能明確區分控訴股東於該案中主張之所受損失之性質，縱使控訴股東於 ISDS 尋求救濟的損失之本質為反射性損失，仲裁庭仍不因此否定股東之控訴權。

相較之下，內國法院在判斷股東的請求權時，通常會依據股東的請求基礎及損失性質進行區分[278]。例如，美國法下會透過 *Tooley test* 判斷該損害究竟屬於公司本身，或屬於股東個人[279]；英國法院亦會根據股東訴訟是否基於章程契約權利、董事對特定股東違反忠實義務、或股東協議之違反等，認定是否為可獨立主張的股東個人請求權[280]。

內國公司法之所以強調此一區分，在於確立損害賠償的歸屬原則。公司擁有地獨立法人格，若公司因第三人行為受損，原則上該損害應由公司本身主張，而非個別股東。股東如欲促使公司行使救濟權，須透過股東大會或其他公司治理機制，要求公司決策機關採取法律行動。因此，在此架構下，股東並無權直接主張公司所受之損害，更無從就其間接所受之反射性損失請求賠償。

這一制度設計反映了股東與公司之間的實體隔離。股東投入資本，僅取得按其持股比例計算的股本及相應的表決權，而其對公司資產與經營並無直接支配權。

---

277 AAPL Final Award; Lanco Preliminary Decision: Jurisdiction; CMS Decision on Jurisdiction; GAMI Final Award.

278 *See* Korzun, *supra* note 3, at 215.

279 *Tooley v. Donaldson, Lufkin & Jenrette, Inc.*, 845 A.2d 1031 (Del. 2004).

280 關於英國股東訴訟權之介紹，請參考本文第二章第二節第 4 項。

公司是否就某一損害採取行動，屬於公司決策機關之裁量範圍，而非股東個人得逕行決定之事項。因此，即便股東因公司受損而股價下跌、可獲得分配之股利減少，亦僅屬於間接損失，難以於國內法體系下單獨獲得救濟權。

由於仲裁庭在審理時並不區分損失是否為反射性損失，且通常認為股東有權就其投資受到地主國措施影響而請求賠償，因此在實務上，仲裁庭常以投資實體所受之損失為基礎，乘以股東持股比例，計算股東個別的損失金額[281]。此種計算方式，事實上乃融合了公司損失與股東損失，並將原本於國內法下嚴格區隔的損失性質，在國際投資法下加以合併處理。

國立政治大學 National Chengchi University

[281] *See e.g.* AAPL Final Award.

## 第二節 因落差所致國際投資法與內國公司法之衝突

### 第一項 債權人優先原則之破壞

在內國法中，尤其是以英美法為代表的公司法制度，原則上禁止股東主張反射利益，股東雖因公司所受之直接損害，同步受有股票價值貶損之間接損失，亦不得單獨起訴，內國法院基於判決之一致性、可預測性、避免雙重受償及訴訟經濟等考量駁回股東對反射性損失的索賠[282]。

在英國 *Foss v. Harbottle* 案中，法院確立了「公司法人格獨立」之原則，若損害是因對公司本身的行為所致，僅該公司始能提起訴訟[283]。在國際法中也是採取與內國法相同的立場，於 *Barcelona Traction*[284]案中，Barcelona Traction 是在加拿大註冊成立之公司，而該公司的主要股東為比利時國民，故當地主國西班牙的舉動對 Barcelona Traction 造成損害時，比利時政府向國際法院提起訴訟，但國際法院認為公司與股東之間為不同的主體，且各自擁有一套獨立的權利，公司與股東在財產權上之分離乃其中的重要體現，故在公司仍存續之前提下，股東無權就公司財產為主張[285]。當然不可否認的是，股東會因公司被侵害而遭受損失，但這不等於公司及股東皆有權主張賠償[286]，又國際法院認為雖然可透過條約或其他協定之安排，例外賦予股東請求權，惟國際法不承認此情形[287]。

同時，允許股東主張反射性損失不僅削弱公司獨立之法人格，因股東可不

---

[282] VANHONNAEKER, *supra* note 2, at 42.

[283] *Foss v Harbottle*, [1843] 2 Hare 46.

[284] *Case Concerning the Barcelona Traction, Light and Power Company, Limited (Belgium v. Spain)* (Judgment) [1970] ICJ Rep 3.

[285] *Id.,* ¶¶ 41-42.

[286] *Id.,* ¶ 44.

[287] *Id.,* ¶ 90.

待清算程序完結，優先於投資實體之其他股東、債權人，取得屬於公司之資產，此舉同時涉及債權人優先原則之違反，此可自 *Micula* 案之仲裁庭未區分投資人 Micula 兄弟及投資實體間分別所受之損失證之。仲裁庭基於 Micula 兄弟持有該 EFDG 集團高達百分之 99.96%之股權，而認定投資實體的直接損失完全等於投資人 Micula 兄弟的間接損失[288]。

*Micula* 案仲裁庭之結論稍嫌速斷，首先，不論投資人持股比例，投資實體的直接損失應不等於投資人之間接損失，因投資實體的所得之賠償應先用於償還對外債務、繳納稅捐，負擔營運成本、償還債務等，剩餘之部分始能分配於普通股東，且最終股東得分配金額仍受制於其持股比例。因此，股東之間接損失不僅取決於投資實體之總損失額，亦須經上述多重扣減，才能得到真實、可主張的損害賠償金額。

其次，仲裁庭之判斷方式明顯混淆了投資人與投資實體為不同法人格的事實，該事實不應該因為投資人 Micula 兄弟持有 99.96%之股權而顯得不重要，若因控訴股東為投資實體之多數股東，而得將投資實體之直接損失與投資人間接損失畫上等號，如此與公司法制的原理原則有違。公司法賦予公司享有獨立法人格之地位，公司作為投資實體有助於融資，因公司得以其所有之資產為擔保取得資金，債權人基於信賴此「實體隔離」而勇於出借資金，公司得藉此取得營運所需之資金而更為壯大。此外，股東亦僅承擔有限責任，以其出資額為限承擔風險，而不必以個人資產為公司債務負責，且於公司獲利時，股東得享受盈餘分派，故投資人以公司為投資之載體得享受風險隔離及便於在商業上擴張之架構，但仲裁庭不區分投資人與投資實體為不同法人格，等同於將其事實上視為為同一法人格。換言之，這等同於股東得就公司資產優先於股東受償，此舉如同放任股東將手伸進公司恣意抓取公司之財產，破壞股東個人財產與公

[288] Micula Final Award, ¶ 1245.

司財產間之獨立，而股東此際仍受有限責任原則之保護，如此投資人得享受公司為投資之載體帶來的好處，卻無須承擔相對的義務。

從事後的角度觀之，給予特定股東更多的保護，長遠來看，也破壞了企業在公司法建構下所獲得之利益，如將股東、公司資產分離蒙上陰影，會使得公司作為資產所有者之信譽受損，且亦會使關鍵時刻，公司決策主體之角色受質疑，這些影響皆非片面性的，而是連動的，當債權人知悉其信賴之公司法債權人優先原則被破壞時，為保護其自身利益，必會將所生之額外成本轉嫁至投資人身上，而使得投資人後續欲以此方式為外人投資時，其借貸成本的上揚[289]。

## 第二項 公司之決策機關——股東或董事會

在內國公司法中，董事會乃公司的主要決策機關，又董事會的職權來自公司章程及相關法律規定，其核心目的是促進公司利益並保障股東權益。但於國際投資法下之仲裁庭判斷皆非如此，仲裁庭認為股東身為國際投資法下受投資協定保護之投資人，在股東利益未得到充分滿足的情況下，得不受限於投資實體與地主國之間的和解協議[290]，故股東可透過向 ISDS 尋求救濟，以突破公司決策機關之決定，此際，地主國應無意願與投資實體達成和解，因地主國深知此爭議在獲得投資實體全體股東皆認可前，而投資實體全體股東包含間接股東在內，該爭議永無落幕之日。

於 *Sempra* 案中，仲裁庭將 Sempra 視為一名受投資協定保護之投資人，據此認定在 Sempra 利益未得到充分滿足的情況下，不能受限於投資實體與地主國之間的協議，惟股東權利的範圍界定應取決於公司法制的規範，若投資公司作出不利於股東之決定，此際，在爭執雙方皆為私人之前提下，因與地主國之公權力無

[289] *See e.g.* Arato, et al., *supra* note 3, at 230-231.

[290] Sempra Award, ¶ 227.

涉，股東應循其他管道救濟，而非利用 ISDS，以間接方式迫使投資公司按受投資協定保護股東之意願行事，此會導致公司決策機關之混淆，進而產生治理失衡之問題，當決策權與責任歸屬不一致時，會削弱公司法制定之內部監督機制，使受保護股東迴避應負之責任，影響整體公司治理之問責性。

另外，仲裁庭不區分受保護股東之股權比例，除會導致少數股東同上述得對於公司決策機關之決定置喙及左右外，還有因損害賠償之分配的討論都是在最後，若部分股東所欲主張受保護利益的微乎其微，仲裁庭花費大量資源論述地主國之措施是否有違反投資協定之保護，惟最後得分配予控訴股東之權利微乎其微，我國首次面臨第一宗投資人與地主國間投資爭端 *Surfeit v. Taiwan* 案中便是最好的示例。

### 第三項 小結

從內國法角度觀察，股東得獨立於投資實體外，就投資實體所受之損害為救濟，或在投資實體與地主國達成和解方案時，透過尋求 ISDS 之救濟表達反對，甚至破壞該和解方案，此乃僭越公司作為法律主體之職權，且同時侵害公司董事會之決策權限，造成股東與董事間之權責不分；其次，允許股東就反射性損失受償與現行公司法制之五大特徵有違，包括公司法人格獨立原則，又因仲裁庭未能分別區分投資人所受之損害及投資實體所受之損害，實乃允許股東得優先於公司之債權人受償，此舉乃破壞公司法有限責任原則欲達成之資產分割之目的；最後，股東對公司之權利行使應按投入的資本佔公司整體資本間的比例行使之，若僅因該股東受投資協定之保護，其得行使之權利範圍明顯超過其所有之股權，此亦涉及內國法下之股東平等原則之違反，故仲裁庭給予之保護已超過股東在公司法下得享有之權利[291]。

[291] *See* Korzun, *supra* note 3, at 222-226.

除上述與公司法制間明顯之衝突外，若受保護股東身兼公司董事，兩角色間有可能產生利益衝突，董事作為受保護股東，可能有意提出個人訴訟以獲取專屬於該名董事之個人利益，進而削弱公司進行和解的努力[292]。

國立政治大學 National Chengchi University

[292] *Id.*

# 第五章 探討調和投資法與公司法衝突之必要性及其途徑

學者間對法制間差異及衝突之回應有何回應呢？有認為投資法欲處理之問題與內國法不同，不得僅因法制之偏離而認國際投資法有調和之必要，但亦有主張該偏離所生之衝突已衝擊公司法制之核心，故有改革之必要，亦有嘗試以追本溯源之方式釐清仲裁庭所為之謬誤，最後本文會綜合評析各方意見，並兼論 UNCITRAL 第三工作小組於 2023 年提出之改革草案，後做一結論。

## 第一節 投資法無須改革——仲裁實踐之合理性辯護

在國際投資法下，股東在國際投資法下此具有雙重身分，外國投資人及股東。就股東這個身份的面向而言，禁止主張反射性損失就同內國法之政策考量，有其禁止之必要，但就投資法下的外國投資人身分而言，為達促進及保護外人投資和確保國際投資法體系之完整性及合法性之雙重目的，允許股東在國際投資法下主張反射性損失有其必要性。提供予當地公司之救濟不一定充足且公司所受之損失與股東承受之損失也不一定相等，故提供作為外國投資者額外一層保護，得使股東免於國內救濟制度之缺陷及免於當地公司作出不利於股東之決定，有其必要性[293]。此外，鑑於外人投資之身份，股東未必熟稔於地主國內國法之規定[294]。

另外，國際投資法除了促進外人投資外，尚有一目的，而此目的通常都明確記載於投資協定之前言，即外人投資有助於一國的經濟發展及繁榮，外國的資金及技術來源得為該國的經濟進步作出貢獻[295]，投資協定除促進外人投資外，尚帶

[293] VANHONNAEKER, *supra* note 2, at 44.

[294] *Id*., at 45.

[295] *Id*., at 46.

有促進地主國經濟發展之目的，有鑑於此，應給予有外人投資身分之股東不同於內國股東之保護[296]。

若在國際投資法中限制股東控訴權，將嚴重削弱該法體系作為保護投資人及其投資之規範架構的正當性。一方面承認股東在投資協定下具備外國投資人身分，且其股份構成外國投資，但另一方面卻不允許其行使該權利，最終將使整個制度形同虛設，失去其功能與意義[297]。

再者，從國際投資法為特別法（lex specialis）的角度出發，有以下三個理由支撐國際投資法毋需改革之論點：第一，禁止股東主張反射性損失於內國法下禁止的法理，係為避免股東濫用公司獨立法人格，但在國際投資法下，投資協定建立的是一套「單向」義務體系，換言之，係地主國對私人投資人承擔義務，如此的單向性減輕了股東藉由公司面紗逃避責任的疑慮；第二，外國投資人係為符合地主國的法規，始以在當地設立子公司或合資企業為投資載體，若於當地設立投資實體，是進入地主國市場的唯一方式，但卻否認外國投資人得以股東身分提出 ISDS 救濟，將顯得不公；第三，相較於由投資實體取得該賠償，並連帶地會使不受投資協定保護之當地股東、其他股東及公司債權人一併受償，允許受保護股東之控訴權是更好的辦法[298]。

無可否認地，按現行仲裁庭對股東權益之解釋及賦予之保護，會使得 ISDS 案件數量增加，且致生平行程序、雙重救濟等風險，惟上述屬於國際投資法內部之衝突，可循其他方式加以處理，例如以案件合併（consolidation）之程序性方式[299]、或仲裁庭放寬適用既判力之判准，意即著眼於所有控訴方之間的潛在經濟關

[296] *Id*., at 47.

[297] *Id*., at 51.

[298] Ren, *supra* note 3, at 443-444.

[299] VANHONNAEKER, *supra* note 2, at 283.

係（economic relationship），而非嚴守「三階段同一性測試」（Triple Identity Test）[300]，故基於促進貿易與投資自由化，國際投資法毋需因與內國公司法制間的衝突，而以限制股東控訴權的方式調和[301]。

## 第二節 投資法應加以限制——避免對公司法制的破壞

主張限縮股東控訴權所為的理由就如同本文第四章第二節所述，主要是因國際投資法與與內國公司法間的衝突，包括未能區分投資實體及其股東間為不同法人格，導致破壞「實體隔離」、破壞公司法制下之債權人優先原則導致投資實體之借貸成本上升、對公司決策機關決策能力之破壞，而生權責不分之疑慮[302]。

有主張得以下兩種方式解決法制間之衝突：（1）將締約國國民擁有或控制之當地公司視為具有外人國籍（deemed foreign nationality），由該當地公司以其名義，向 ISDS 主張救濟，但若該公司已事實上遭地主國徵收，仍應賦予受影響之股東提起直接控訴之權利；（2）股東代位訴訟，由外人股東以公司之名義主張救濟，且應對代位之外人股東設下控制權之限制，若允許投資實體下所有受投資協定保障之股東皆有提起代位訴訟之權，會導致公司決策機關與股東間之矛盾[303]。

上述解決方式最大的差異為，控訴地主國之決定係由股東，亦或是公司決策機關所為，因股東之意見不當然反應公司的意見[304]。除此之外，學者意識到上述

---

[300] *Id.*, at 248, 253.

[301] Ren, *supra* note 3, at 443-444; VANHONNAEKER, *supra* note 2, at 350-355.

[302] *See e.g.* Arato, et al., *supra* note 3, at 244; *See e.g* David Gaukrodger, *Investment Treaties and Shareholder Claims for Reflective Loss: Insights from Advanced Systems of Corporate Law*, OECD Working Papers on International Investment 2014/02, at 18-25, OECD Investment Division; *See e.g* OECD Working Papers 2013/03, at 44-51; *See e.g* A/CN.9/WG.III/WP.170, ¶¶ 23-24.

[303] *See e.g.* Arato, et al., *supra* note 3, at 251.

[304] *Id.*

解決方式皆有潛在之問題，即公司決策機關與控制股東或少數股東間之意見衝突，又或是股東間沒有一位股東擁有過半數之股權，但此可透過其他方式解決，而非利用更具破壞性之允許股東主張反射利益[305]。

## 第三節 追本溯源——仲裁庭所為之謬誤

在思考兩法制間的衝突時，應當追本溯源，是什麼導致了兩者間的衝突？

回顧仲裁庭的判斷，仲裁庭在管轄權有無的審理上，係判斷控訴人是否為所涉投資協定所欲保護之投資人，一旦確認該地位，便允許股東提付仲裁，在實質問題因果關係問題的討論上，則係將焦點置於地主國措施與投資實體的據稱損害，多未能明確區分股東主張之損害的性質，將原本於國內法下嚴格區分的損失性質，在國際投資法下加以合併處理，並於最後損害賠償的分配上，始再次回歸討論「股東」個人所受的損害，相較之下，內國法院在判斷股東的請求權時，通常會依據股東的請求基礎及損失性質進行區分[306]。

多數仲裁庭認為投資協定承認股東對於因地主國對投資實體所造成之損害，無論其程度為何、情況為何，皆享有一項獨立且分離的權利或利益[307]，但事實上，股份作為投資協定受保護之標的時，與此類投資形式相關的基本權利範圍，仍必須按內國法制加以界定，故仲裁庭於判斷該損害之本質時，仍應回歸內國法下之股東權利來判斷[308]。

為何股份作為投資協定受保護之標的時，與此類投資形式相關的基本權利

---

[305] *Id*., at 253-256.

[306] *See* ZACHARY DOUGLAS, THE INTERNATIONAL LAW OF INVESTMENT CLAIMS 400 (CAMBRIDGE UNIV. PRESS 2009); *See* Korzun, *supra* note 3, at 215.

[307] *See e.g.* CMS Decision on Jurisdiction, ¶ 68.

[308] DOUGLAS, *supra* note 306, at 407-414.

範圍，仍必須按內國法制加以界定？GAMI 案仲裁庭之說理可作為釐清前述問題之依據。若同一投資爭議因分別透過內國法院及 ISDS 審理，而導致其對於損害評價、責任歸屬與補償金額之裁決在時間與內容上不一致，甚至互相衝突的現象，會產生補償結果錯位（unsynchronised resolution）[309]，同時將導致投資實體內利害關係人及其他股東之權利遭排擠[310]。

GAMI 案涉及美國公司 GAMI 對一墨西哥公司 GAM 擁有百分之 14.18 股權，投資實體 GAM 於墨西哥擁有 5 座蔗糖廠（sugar mills），GAMI 主張因墨西哥政府未能履行其對製糖業的監管職責，致製糖業於 1999 年深陷危機，墨西哥政府為回應此危機，於 2001 年以徵收製糖廠作為處理，其中包含 GAM 所有的 5 座製糖廠[311]，然此徵收行為遭墨西哥內國法院判定違法，故 GAMI 提起本案控訴之際，墨西哥政府已承諾會返回 3 間製糖廠予 GAM，而另外兩間製糖廠則會以金錢賠償[312]。

GAMI 案仲裁庭開宗明義定調此 GAMI 的主張係具有衍生性的（derivative），換言之，GAMI 未主張墨西哥政府的措施是直接針對其在 GAM 的持股，而是由於地主國的措施導致 GAM 的業務受損，進而對其持股價值產生不利影響[313]。

仲裁庭首先明確點出 GAMI 所主張的公平與公正待遇遭受侵害，並未伴隨對具體且可量化損害的證明[314]。其次，仲裁庭提出的假設性分析凸顯國際投資

[309] GAMI Final Award, ¶ 119.

[310] *See* GAMI Final Award, ¶ 120.

[311] GAMI Final Award, ¶ 16-17.

[312] GAMI Final Award, ¶ 8.

[313] GAMI Final Award, ¶ 23.

[314] GAMI Final Award, ¶ 83-85.

法下股東是否能就其股份損失單獨主張賠償，所面臨的法律與實務困難[315]。從表面上看，NAFTA 似乎對股東提供了獨立請求權，使其得以主張直接損失，然而，仲裁庭實際上對此種權利的可行性與正當性提出質疑：第一，針對後續賠償於股東及其子公司間的分配，尤其在相同爭議極有可能會由國內與國際司法機關以不同步方式處理的情況下，更增其複雜性；第二，投資實體 GAM 從未分配股利予其股東，仲裁庭質疑為何應將由 GAM 取得之賠償應先扣除 GAMI 自本案取得之款項，如此勢必排擠其他應有權利之主體[316]，但最終仲裁庭未回答上述疑問，因仲裁庭認定地主國墨西哥未違反 NAFTA 下之義務[317]。

## 第四節 本文評析

首先，不論是仲裁庭或允許股東主張反射利益的學者皆未能清楚闡述國際投資法下額外給予股東保護之目的為何，仲裁庭的說理迄今為止僅著重在「投資」之定義及承襲過去之仲裁判斷，並未詳加論述其背後是否有其他政策考量上之判斷，而學者則是反覆提及外人投資對促進地主國經濟發展之重要性[318]，本文認為仍需反思，是否存在其他對公司法制侵害較小之替代性制度設計，得以實現相同政策目的。

其次，主張投資法毋需改革之學者主張，投資實體所受之損失與股東承受之損失不一定相等，而認應允許股東基於自身地位行使控訴權，免於受制於投資實體的決策或當地救濟體系之缺陷[319]，惟學者並未具體說明何謂「投資實體

[315] GAMI Final Award, ¶ 116, 120.

[316] GAMI Final Award, ¶¶ 116-121.

[317] GAMI Final Award, ¶ 137.

[318] VANHONNAEKER, *supra* note 151, at 44.

[319] Id. at 45.

所受之損失與股東承受之損失不相等之處」。

再者，有論者進一步指出，國際投資法規範具單向性，即僅由地主國承擔對外人投資之義務，故相較於公司法體系下之股東，公司面紗遭濫用之風險相對降低[320]。惟公司的經營乃眾多契約之連鎖，外人投資於地主國內的商業經營，除與地主國間的交涉外，尚有與供應商、員工及債權人等法律關係[321]，若允許股東反射性損失請求權，不僅模糊公司作為獨立法人格之界線，也將對與公司締約的他方造成不確定性與風險，破壞現行公司法制所維持之法律安定性與責任分配，因此，濫用公司面紗逃避責任之可能性依然存在。

又 UNCITRAL 第三工作小組於 2023 年提出之改革草案，原則上禁止股東主張反射性損失[322]，該草案雖對法制間之衝突有所回應，然未能切中問題的核心。按現行提出之改革草案係禁止股東主張反射性損失，但按仲裁庭現行之判斷，認股東於國際投資法下有一項獨立且分離的權利或利益之具體內涵，這是否意味著，同學者所述[323]，仲裁庭不認為股東主張的為內國法下被認定為反射性損失的損失呢？故草案之提出未能解決法制間差異所生的衝突，反而，仍待後續仲裁庭判斷來釐清股東於投資法下受保障之範圍具體為何。

同時，針對 UNCITRAL 之草案不得忽視之點為，該草案會達到禁止股東利用 ISDS 主張救濟之實質禁絕法效果，因股東僅限於投資實體之全部資產遭直接沒收時，或投資實體尋求救濟時遭遇司法不公之前提下，股東始得例外以自己的名義尋求反射性損失[324]，回顧仲裁庭之判斷，股東面臨的地主國侵害之態

320 Ren, *supra* note 3, at 443-444.

321 *See* Jensen and Meckling, *supra* note 15.

322 U.N. Doc. A/CN.9/WG.III/WP.231.

323 *See* VANHONNAEKER, *supra* note 2, at 137-139.

324 U.N. Doc. A/CN.9/WG.III/WP.231.

樣，極少屬例外得以自己名義主張反射性損失之情況，故該草案極度限縮股東循此模式尋求救濟之途徑。

觀察現行國際投資仲裁實踐，仲裁庭的未能明確區分股東主張之損害的性質，僅判斷股東是否具備提起仲裁的權利[325]。在實質問題的審理上，仲裁庭的判斷大多圍繞著投資實體所受的損害，後續在損害賠償之分配議題上，以損害會流動至股東身上為由，按股東所有之股份數之價值的減少，將損害分配予股東，如 *AAPL* 案[326]，又或是如 Micula 案件中，仲裁庭以兄弟持有該 EFDG 集團高達百分之 99.96%之股權，而認定投資實體的直接損失完全等於投資人 Micula 兄弟的間接損失[327]。如此的判斷方式，事實上係融合公司損失與股東損失，將原本於國內法下嚴格區隔的損失性質，在國際投資法下加以合併處理。

管見以為，反射性損失之允許確實會引發法制間的衝突，但這並不能成為完全禁止的理由，因投資法與內國公司法本質不同──前者重在保護外國投資人之資本投入與合法期待，後者則是維繫公司及其內部治理架構之制度安排，又內國公司法在例外情形下，例如經由代位訴訟機制、在兼顧公司債權人利益之前提下，亦容許股東按其持股比例受償[328]，足見反射性損失之禁止並非絕對，而是出於對公司治理完整性及各利害關係人利益平衡之制度選擇。然而，現行多數仲裁庭在審查反射性損失請求時，往往僅聚焦於受損股東本身，而未能充分考量公司、其他股東及債權人的權益，且未能明確區分損害之性質，因而造成對公司法制的扭曲[329]。

---

325 *See* Korzun, *supra* note 3, at 215.

326 AAPL Final Award, ¶¶ 96-100.

327 Micula Final Award, ¶ 1245.

328 *See Glenn v Hoteltron Sys.*, 74 N.Y.2d 386, 393 (1989).

329 *See* Julian Arato*, The Private Law Critique of International Investment Law*, 113 AM. J. INT'L L. 1. (2019).

再者，於現行國際投資法下，仲裁庭應先釐清控訴股東主張之損害的性質，區分公司損失與股東損失，同時，亦應釐清「股東在國際投資法下，該項獨立且分離的權利或利益」之具體內涵，在釐清該獨立且分離權利或利益之具體內涵後，股東亦可據此獨立於投資實體行使其控訴權。

若受地主國措施影響之權利屬於股東獨有，如控制權、經濟權、資訊權等，股東當然有直接訴權，但若是主張權利屬於投資實體，股東既無權於內國法下主張，原則上也不應於國際投資法下主張[330]。若股東與地主國間有簽訂特許協議，則股東得據此主張受有直接損害，此乃典型之股東損失，與投資實體所受損失不同[331]，如 *Lanco* 案中，Lanco 可主張與阿根廷政府簽訂之特許協議享有特定之權利與義務[332]，股東得獨立於投資實體外，按與地主國間之特許協議主張地主國有違約之情事，而請求損害賠償。

綜上，若以 UNCITRAL 草案達成實質禁絕股東主張救濟的法效果，此乃剝奪投資人在投資實體失靈時等情況下，獲得實質救濟之可能性，亦無法滿足投資保護之核心目的，故本文認為仲裁庭首先應在兼顧投資人救濟與公司治理穩定之前提下，釐清股東在國際投資法下，該項獨立且分離的權利或利益之具體內涵，且據此內涵賦予股東一有別與投資實體之獨立控訴權。

330 *See* DOUGLAS, *supra* note 306, at 425-430

331 *See Id.,* at 415.

332 Lanco Preliminary Decision: Jurisdiction of the Arbitral Tribunal, ¶¶ 11-12.

# 第六章 結論

從內國公司法的角度觀察，受國際投資法管轄之投資公司本質上為公司，其本質上與內國公司無異，兩者皆為自然人以外，由法律所創造行使權利、負擔義務之主體，惟因國際投資法下之仲裁判斷及投資協定之規範，卻使受國際投資法管轄之投資公司似有破壞公司制度及獨尊投資人之情形，但是否如此呢？國際投資法對股東權益保障，就初步觀察似乎有給予保護過廣之疑慮，本文以此為研究動機展開研究。

本文首先架構內國公司法之制度核心，以明瞭內國法常見之公司法的制度設計及其背後之原理原則，內國公司法係以公司法人格獨立原則、股東有限責任、可轉讓股份、股東授權公司董事會管理公司之經營及以投資人為中心之所有權，為核心特徵。其中，公司法人格獨立原則、股東有限責任及出資自由轉讓為現代公司法制發展的三大突破[333]，此些特徵乃奠定現代公司法之基礎。股東取得的乃係按其出資比例所取得之股本，故股東得對公司主張之權利並非一個完整的權利，而係按持股比例彰顯股東對公司之所有權，本文遂接續整理內國公司法下所建構之股東權利，包括經濟權、控制權、資訊權、訴訟權。

在整理內國法法制下之股東訴訟權時，本文意識到內國法下的股東訴訟權設計核心，係為處理股東作為公司組織內部成員，其權利受內部其他成員侵害之情形，而非處理或建構公司受外部侵害時，股東得利用之救濟途徑。由於公司具有獨立法人格，股東作為公司內部成員，一般不得以自己名義對外主張公司權利，因此，在內國公司法體系下，法院一貫否認股東就反射性損失提出請求。

接著，本文回顧國際投資協定之規範及仲裁判斷等相關實務，由於多數投資協定與仲裁規則對股東權利義務之規範不明，導致關於股東一般性保護的規範存

[333] 曾宛如，公司法最低資本額之變革，月旦法學雜誌，171 期，頁 132 頁（2009 年 8 月）。

在諸多不確定性，並產生歧異解釋的空間，使得股東權益的保障範圍實際上由投資仲裁庭加以界定。仲裁庭往往不區分股東持股比例，只要股東持有之股份符合協定中「投資」的定義，即認定其具備「投資人」地位，並享有完整保護，此不僅使股東得主張反射性損失並按其持股比例請求賠償，亦可能導致在地主國與投資實體或其他投資人達成和解後，其他股東仍可執意透過 ISDS 爭取該自認最合理之補償等問題。

國際投資法下對股東權益的保護，與內國公司法中股東僅在特定權利下受有限保護的情形大不相同，仲裁庭所給予的保障，是否已超出公司法下股東本可享有的權利，正是本文接續討論的重點。本文探討內國公司法與國際投資法在股東權益保障建構上的落差，包括規範重心的不同、股東得於投資法下主張反射性損失，而落差所引發的衝突包括——將本屬公司的受償權按股權比例分配給個別股東、控訴股東地位凌駕其他利害關係人，並使受保護股東獲得過大的話語權，從而削弱公司經營階層的自主性，產生權責不分的疑慮。

學者間有主張投資法毋需改革，認為外人投資有助於一國的經濟發展及繁榮，外國的資金及技術來源得為該國的經濟進步作出貢獻，投資協定除促進外人投資外，尚帶有促進地主國經濟發展之目的，故應給予有外人投資身分之股東不同於內國股東之保護，有主張應限縮股東控訴權係基於投資法對公司法的偏離，導致內國公司法原理原則的破壞，使得投資法下之股東權利範圍大於內國法下之股東，故提出限縮股東之控訴權，由投資實體作為控訴主體。

又 UNCITRAL 第三工作小組於 2023 年提出之改革草案限縮股東主張反射性損失之空間，該草案雖對法制間的衝突有所回應，然未能切中問題的核心，未能確實定義股東在國際投資法下獨立且分離的權利或利益之具體內涵，以區分股東所受之直接損害及反射性損失，如此，仍待後續仲裁庭判斷來釐清股東於投資法下受保障之範圍具體為何，且 UNCITRAL 草案達成實質禁絕股東主張救濟的

法效果，此乃剝奪投資人在投資實體失靈時等情況下，獲得實質救濟之可能性。

回顧現行國際投資仲裁實踐，本文認為法制間的衝突原因主因有二，第一，仲裁庭未能明確區分股東主張之損害的性質，僅判斷股東是否具備提起仲裁的權利，便進入實質審理，以地主國對投資實體所為之措施是否有違投資法下之原理原則為重心，而忽略了討論地主國措施對「股東」本人造成什麼損害，如此的判斷方式，事實上係融合公司損失與股東損失，將原本於國內法下嚴格區隔的損失性質，在國際投資法下加以合併處理；第二，現行多數仲裁庭在審查股東控訴權之行使時，往往僅聚焦於控訴股東本身，而未能充分考量公司、其他股東及債權人的權益，因而造成對公司法制的扭曲。

股份作為受投資協定保護之標的時，仍必須按內國法制加以界定，故應回歸內國法下之股東權利來判斷損害之本質，若受地主國措施影響之權利屬於股東獨有，股東當然有直接訴權，但若是主張權利屬於投資實體，股東僅受反射性損失，則股東既無權於內國法下主張，當然原則上也不應於國際投資法下主張，除非現行國際投資法得釐清「股東在國際投資法下，該項獨立且分離的權利或利益」之具體內涵，股東當然可據此獨立於投資實體行使其控訴權。

若從內國公司法的角度觀察，投資人於投資法下確實同時具有公司股東及外國投資人的雙重身分，惟此雙重身份應有受保障之先後順序，國際投資法下之投資實體，實際上為按內國法所規範之擬制法人為之，作為身兼雙重身分之股東應優先適用公司法之規定，而非遁入國際投資法之保護傘下，股東權利應僅限於公司法制度下所給予的，股東既享受利用公司為投資之載體帶來利益及便利性，就應承擔相對之義務，故股東權利的範圍界定應取決於公司法制的規範。

然而，從國際投資法的觀點觀察，內國公司法制規範之參與者為公司及其股東，但在國際投資法之場域，除投資實體及其股東外，尚有一個不能忽視的參與

者地主國。地主國與外國投資人分屬公私不同主體，法律地位與權力關係存在本質落差。因此，制度差異不應被簡化為投資法對公司法的偏離，也不宜僅據此推論改革的必要性；更應從國際投資法整體體制設計的角度，思考其是否需要修正或調整。

在面對來自外部第三人之損害時，若公司與股東間就爭議之處理有矛盾時，應以誰的利益為先？在內國法的脈絡下，股東為公司組織之內部成員，內國法僅於例外情形下始介入，如少數股東礙於其持股比例無法影響公司經營階層之決定時，或面臨控制股東不公平之侵害。然而，在國際投資法下，並未對股東主張之損害加以區分，而一併准許股東主張反射性損失，並賦予其獨立於公司之外的控訴權，本文於第二章第三節試著從公司目的的討論來切入、處理，而認公司經營目的係透過適當方式使利害關係人事先理解並管理對公司的期望。據此，若在異於內國公司法之法制下，擴張股東訴訟權至反射性損失並非不可行，但仍應確保制度設計能平衡公司與各利害關係人之利益，避免對利害關係人造成突襲。

綜上所述，仲裁庭應先區分股東主張之損害性質，應判斷股東所欲主張之權利為何，若受地主國措施影響之權利屬於股東獨有，股東當然有直接訴權，但若是主張權利屬於投資實體，股東僅受反射性損失，則股東既無權於內國法下主張，當然原則上也不應於國際投資法下主張，並充分考量如此判斷對公司、其他股東及債權人的權益的影響，同時國際投資法應釐清「股東在國際投資法下，該項獨立且分離的權利或利益」之具體內涵，股東當然可據此獨立於投資實體行使其控訴權。

# 參考文獻

## 中文文獻


法規

1. 《公司法》
2. 《證券交易法》
3. 《有限合夥法》

協定

新加坡與臺灣、澎湖、金門及馬祖個別關稅領域經濟夥伴協定，2013 年 11 月 7 日簽署。

判決

臺灣臺北地方法院 103 年度金字第 104 號民事判決。

專書

1. 柯芳枝（2002），《公司法論（下）》，增訂五版，三民。
2. 劉連煜（2020），《現代公司法》，增訂十五版，新學林。

期刊論文

1. 王志誠（2012 年），法人格獨立原則之適用及界限，月旦法學雜誌，第 207 期。
2. 王志誠、許光承（2019 年），股東權之理論基礎及其權利保護，華岡法粹，第 67 期。
3. 許德風（2017 年），論公司債權人的體系保護，中國人民大學學報，第 31 期。
4. 陳銳（2002 年），論反面解釋的有效形式、邏輯根據及其位階，現代法

學，202207 期。

5. 曾宛如（2009 年），公司法最低資本額之變革，月旦法學雜誌，171 期。
6. 賴英照（1983 年），企業所有與企業經營之分合-證券交易法第 26 條之檢討，法學叢刊，第 112 期。
7. 钱玉林（2009 年），英国的股东派生诉讼:历史演变和现代化改革，环球法律评论，第 2 期。

碩博士論文

1. 李澤楊（2023 年），《股東直接訴權建立之芻議—— 以英美法為借鏡》，國立臺灣大學法律學研究所碩士論文。
2. 枋啟民（2007 年），《少數股東民事訴訟救濟制度之檢討》，國立臺灣大學法律學研究所碩士論文。
3. 黃意涵（2017 年），《論國際投資協定國籍安排之爭議 ——台新彰銀案之管轄權初探》，國立政治大學國際經營與貿易學系研究所碩士論文。

網路資料

1. 公司法全盤修正修法委員會，公司法全盤修正修法建議文本說明，網址：https://www.law.nccu.edu.tw/uploads/asset/data/5fc364a2dca3a31008009dd9/section1.pdf。
2. 台新金融控股股份有限公司（2015），2015 年企業社會責任報告書，網址：https://www.taishinholdings.com.tw/tsh/responsibility/files/CSR-report/2015-CSR-report_c.pdf。
3. 王孟倫，外資提彰銀案國際仲裁海牙法院受理，自由時報，2017 年 1 月 25 日。
4. 立法院法律系統，公司法異動條文及理由，2018 年 7 月 6 日，https://lis.ly.gov.tw/lglawc/lawsingle?006E30C435380000000000000000014000

00000400FFFFFD00^04517107070600^00000000000。

5. 立法院法律系統，有限合夥法異動條文及理由，2015 年 6 月 5 日，https://lis.ly.gov.tw/lglawc/lawsingle?0%5E60C060060C0C0660C06006970C066AC06C060D0C2662C862070C。

6. 股東的靈丹妙藥：通過條約仲裁追討反射損失，香港律師會會刊，2023 年 1 月，網址：https://www.hk-lawyer.org/content/shareholders'-panacea-overcoming-reflective-loss-through-treaty-arbitration（最後瀏覽日：2025 年 7 月 9 日）。

7. 馮萱榕，【股東會零股包餐攻略 1】零股達人傳授包餐投資法 花 2 萬爽領 1.2 萬元禮券，Yahoo！股市，2025 年 2 月 24 日，網址：https://tw.stock.yahoo.com/news/【股東會零股包餐攻略 1】零股達人傳授包餐投資法-花 2 萬爽領 12 萬元禮券-000059834.html（最後瀏覽日：2025 年 7 月 9 日）。

國立政治大學 National Chengchi University

# 英文文獻

## 英國法規


1. THE COMPANIES ACTS 2006.
2. THE INSOLVENCY ACT 1986.


## 美國法規


1. CALIFORNIA CODE, CORPORATIONS CODE.
2. DELAWARE CODE TITLE 8 – CORPORATIONS.
3. FEDERAL RULES OF CIVIL PROCEDURE.
4. REVISED MODEL BUSINESS CORPORATION ACT.


## 協定、條約


1. *Agreement between Chile and Japan for a Strategic Economic Partnership*, signed Mar. 27, 2007, entered into force Sept. 3, 2007.
2. *Agreement between the Belgo-Luxembourg Economic Union and the Government of Malaysia on Encouragement and Reciprocal Protection of Investments*, Belgo.-Malay., Nov. 22, 1979, 1284 U.N.T.S. 165.
3. *Agreement between the Government of the Kingdom of Sweden and the Government of Romania on the Promotion and Reciprocal Protection of Investments*, Swed.-Rom., Oct. 29, 2002.
4. *Agreement Between the Government of the Republic of Turkey and the Government of the Republic of Azerbaijan on the Reciprocal Protection and Promotion of Investments,* signed 25 October 2011.
5. *Agreement for the Promotion and Protection of Investment Between the Republic of Austria and the Kyrgyz Republic*, Austria-Kyrgyzstan, Apr. 22, 2016, entered

into force Oct. 1, 2017.

6. *Comprehensive Economic and Trade Agreement*, Can.-E.U., Oct. 30, 2016.
7. Convention on the Settlement of Investment Disputes Between States and Nationals of Other States art. 25 (1), opened for signature Mar. 18, 1965, 575 U.N.T.S. 159.
8. *Energy Charter Treaty*, signed Dec. 17, 1994, entered into force Apr. 16, 1998, 2080 UNTS 95, 34 ILM 360 (1995).
9. *North American Free Trade Agreement*, signed Dec. 17, 1992, entered into force Jan. 1, 1994
10. Rules of Procedure for Arbitration Proceedings (2006).
11. U.S. DEP'T OF STATE, 2012 U.S. Model Bilateral Investment Treaty (2012), https://ustr.gov/sites/default/files/BIT%20text%20for%20ACIEP%20Meeting.pdf.
12. Treaty for the Promotion and Protection of Investments, Ger.-Pak., Nov. 25, 1959, 457 U.N.T.S. 23.

英國法院判決

1. *Bligh v. Brent* [1837] 2 Y. & C. Ex. 268 (Eng.).
2. *Edward v. Halliwell* [1950] 2 All E.R. 1064.
3. *Hickman v Kent or Romney Marsh Sheep Breeders' Association* [1915] 1 Ch 881.
4. *Johnson v. Gore Wood & Co.*, [2002] 2 A.C. 1 (House of Lords 2000).
5. *Pender v. Lushington* [1877] 6 Ch D 70 (Eng.).
6. *Percival v. Wright* [1902] 2 Ch. 421 (Eng.).
7. *Prudential Assurance Co. Ltd. v. Newman Industries Ltd. and Others (No. 2)*, [1982] Ch. 204 (C.A.) (Oct. 5, 1981).
8. *Re a Company (No. 00477 of 1986)* [1986] B.C.L.C. 382 (Ch.).

9. *Salomon v A Salomon and Co Ltd* [1897] AC 22 (HL).

10. *Sharp v. Blank* [2017] B.C.C. 187.

11. *Southern Foundries (1926) Ltd v. Shirlaw* [1940] A.C. 701 (HL).

國際仲裁法院判斷及國際法院之判決

1. *Antoine Goetz et consorts v. République du Burundi*, ICSID (W. Bank) ARB/95/3, Award (Feb. 10, 1999).

2. *Asian Agricultural Products Ltd. (AAPL) v. Republic of Sri Lanka*, ICSID (W. Bank) ARB/ 87/3, Final Award (Jun. 27, 1990).

3. Biwater Gauff (Tanzania) Ltd. v. United Republic of Tanzania, ICSID Case No. ARB/05/22, Award (July 24, 2008).

4. *Blusun S.A., Jean-Pierre Lecorcier & Michael Stein v. Italian Republic*, ICSID Case No. ARB/14/3, Award (Dec. 27, 2016).

5. *Case Concerning the Barcelona Traction, Light and Power Company, Limited (Belgium v. Spain)* (Judgment) [1970] ICJ Rep 3.

6. *Camuzzi Int'l S.A. v. Argentine Republic*, ICSID Case No. ARB/03/2, Decision on Objection to Jurisdiction (May 11, 2005).

7. *CME Czech Republic B.V. v. Czech Republic*, UNCITRAL, Partial Award (Sept. 13, 2001).

8. *CMS Gas Transmission Co. v. Argentine Republic,* ICSID Case No. ARB/01/8, Decision on Jurisdiction (July 17, 2003).

9. *CMS Gas Transmission Company v. Argentine Republic,* ICSID Case No. ARB/01/8, Award (12 May 2005).

10. *Enron Corporation and Ponderosa Assets, L.P. v. Argentine Republic*, ICSID (W. Bank) ARB/01/3, Decision on Jurisdiction (Jan. 14, 2004).

11. *GAMI Investments, Inc. v. The Government of the United Mexican States*,

UNCITRAL, Final Award (Nov. 15, 2004).

12. *GAMI Investments, Inc. v. The Government of the United Mexican States*, UNCITRAL (Submission of the United States of America) (Jun. 30, 2003).
13. Gas Natural SDG, S.A. v. The Argentine Republic, ICSID (W. Bank) ARB/03/10 (Decision of the Tribunal on Preliminary Questions on Jurisdiction) (Jun. 17, 2005).
14. *Ioan Micula et al. v. Romania*, ICSID Case No. ARB/05/20, Final Award (Dec. 11, 2013)
15. *Lanco International Inc. v. The Argentine Republic*, ICSID (W. Bank) ARB/97/6 (Preliminary Decision: Jurisdiction of the Arbitral Tribunal) (Dec. 8, 1998).
16. *LG&E Energy Corp., LG&E Capital Corp., and LG&E International, Inc .v. Argentine Republic*, ICSID Case No. ARB/02/1, Award (Jul.25, 2007).
17. *Orascom Telecom Holding S.A.E. v. People's Democratic Republic of Algeria*, PCA Case No. 2012–20.
18. *Orascom TMT Investments S.à r.l. v. People's Democratic Republic of Algeria*, ICSID Case No. ARB/12/35, Award (May 31, 2017).
19. *Ronald S. Lauder v. The Czech Republic*, UNCITRAL (Final Award) (Sept. 3, 2001).
20. *Salini Costruttori S.p.A. and Italstrade S.p.A. v. Kingdom of Morocco*, ICSID Case No. ARB/00/4, Decision on Jurisdiction (July 23, 2001).
21. *Sempra Energy Int'l v. Argentine Republic*, ICSID Case No. ARB/02/16, Award (Sept. 28, 2007).
22. *Surfeit Harvest Investment Holding Pte Ltd v. Republic of China (Taiwan)*, PCA, ITALAW, https://www.italaw.com/cases/5929 (last visited July 9, 2025).
23. *William Richard Clayton, Douglas Clayton, Daniel Clayton and Bilcon of Delaware Inc. v. Government of Canada*, PCA Case No. 2009–04, Award on

Damages (Jan. 10, 2019).

美國法院判決

1. Burwell v. Hobby Lobby Stores, Inc., 573 U.S. 682 (2014).
2. Cramer v. General Telephone & Electronics Corp., 582 F.2d 259 (3d Cir.1978).
3. Glenn v Hoteltron Sys., 74 N.Y.2d 386 (1989).
4. Goldstein v. Denner, No. 2020-1061-JTL, 2022 WL 1797224 (Del. Ch. June 2, 2022).
5. Hawes v. Oakland, 104 U.S. 450, 460–61, 26 L.Ed. 827 (1882).
6. Horwitz v. Balaban, 112 F. Supp. 99 (S.D.N.Y. 1949).
7. Kahn v. American Cone & Pretzel CO. et al., 365 Pa. 161 (1970).
8. Kamen v. Kemper Fin. Servs., Inc., 500 U.S. 90 (1991).
9. Knapp v. Bankers Sec. Corp., 230 F.2d 717 (3d Cir. 1956).
10. Koster v. (American) Lumbermens Mut. Cas. Co., 330 U.S. 518 (1947).
11. Muschel v. W. Union Corp., 310 A.2d 904 (Del. Ch. 1973).
12. Re Saul D Harrison & Sons plc, [1995] 1 B.C.L.C. 14 (Ch.).
13. Ross v. Bernhard, 396 U. S. 531 (1970).
14. Security First Corp. v. U.S. Die Casting & Dev. Co., 687 A.2d 563 (Del. 1997).
15. Smith v. Hurd, 53 Mass. (12 Met.) 371 (1847).
16. Tooley v. Donaldson, Lufkin & Jenrette, Inc., 845 A.2d 1031 (Del. 2004).

專書

1. PRINCIPLES OF CORPORATE GOVERNANCE: ANALYSIS AND RECOMMENDATIONS. AMERICAN LAW INSTITUTE, 1994.
2. CAMPBELL MCLACHLAN, LAURENCE SHORE AND MATTHEW WEINIGER, INTERNATIONAL INVESTMENT ARBITRATION 191 (1st ed. 2007).
3. CHIN LENG LIM, JEAN HO & MARTINS PAPARINSKIS, INTERNATIONAL INVESTMENT LAW AND ARBITRATION: COMMENTARY, AWARDS AND OTHER

MATERIALS (2d ed. 2021).

4. FRANKLIN A. GEVURTZ, CORPORATION LAW 153 (West Academic Publishing. 2000).
5. Henry Hansmann and Richard Squire, E*xternal and Internal Asset Partitioning: Corporations and Their Subsidiaries*, *in* THE OXFORD HANDBOOK OF CORPORATE LAW AND GOVERNANCE (Gordon & Ringe, eds., 2018).
6. JOHN ARMOUR, ET AL., *What is Corporate Law?*, *in* THE ANATOMY OF CORPORATE LAW: A COMPARATIVE AND FUNCTIONAL APPROACH (Reinier Kraakman eds., 3d ed. 2017).
7. KENNETH J. ARROW, THE LIMITS OF ORGANIZATION (1974).
8. LUKAS VANHONNAEKER, SHAREHOLDERS' CLAIMS FOR REFLECTIVE LOSS IN INTERNATIONAL INVESTMENT LAW (Cambridge Univ. Press 2020).
9. PAUL L. DAVIES & SARAH WORSHINGTON, GOWER: PRINCIPLES OF MODERN COMPANY LAW (10th ed. 2016).
10. RUDOLF DOLZER & CHRISTOPH SCHREUER, PRINCIPLES OF INTERNATIONAL INVESTMENT LAW (2ND ED. 2012).
11. ZACHARY DOUGLAS, THE INTERNATIONAL LAW OF INVESTMENT CLAIMS (CAMBRIDGE UNIV. PRESS 2009).

期刊

1. Anuki Suraweera, *Shareholder Claims for Reflective Loss in Investor-State Dispute Settlement: Proposing Reform Options for States*, 38(3) ICSID REVIEW - FOREIGN INVESTMENT L. J., 595 (2023).
2. Chieh Lo, *Surfeit v. Taiwan, A Claim Too Ambitious? An Assessment of Taiwan's First Investment Treaty Case and Its Implications*, 12(1) CONTEMP. ASIA ARB. J. 71 (2019).

3. Dennis J. Block, Stephen A. Radin & James P. Rosenzweig, *The Role of the Business Judgment Rule in Shareholder Litigation at the Turn of the Decade*, 45 BUS. LAW. 469 (1990).
4. Editors, *Distinguishing Between Direct and Derivative Shareholder Suits*, 110 U. PA. L. REV. 1147 (1962).
5. Henry Hansmann & Reinier Kraakman, *The End of History for Corporate Law*, 89 GEO. L.J. 439 (2001).
6. Jill E. Fisch & Steven Davidoff Solomon, *Should Corporations Have a Purpose?*, 99 TEX. L. REV. 1309 (2021).
7. John Armour, *Shareholder Rights*, 36 OXFORD REV. ECON. POL'Y 314 (2020).
8. Julian Arato, *The Private Law Critique of International Investment Law*, 113 AM. J. INT'L L. 1. (2019).
9. Julian Arato, Kathleen Claussen, Jaemin Lee and Giovanni Zarra, Reforming Shareholder Claims in Investor-State Dispute Settlement, 14(2) JOURNAL OF INTL. DISPUTE SETTLEMENT 242 (2023).
10. Julian Velasco, *The Fundamental Rights of Shareholders*, 40 U.C. DAVIS L. REV. 413 (2006).
11. Kenneth J. Vandevelde, A Brief History of International Investment Agreements, 12 U.C. DAVIS J. INT'L L. & POL'Y 157 (2005).
12. Kyla Tienhaara, *Regulatory Chill in a Warming World: The Threat to Climate Policy Posed by Investor-State Dispute Settlement*, 7 TRANSNATIONAL ENVIRONMENTAL LAW 229 (2018).
13. L. S. Sealy, *Shareholders' Agreements. An Endorsement and a Warning from the House of Lords*, 51 CAMB L. J. 437 (1992).
14. Margaret M. Blair and Lynn A. Stout, *A Team Production Theory of Corporate Law*, 85 VIRGINIA L. REV. 247 (1999).

國立政治大學 National Chengchi University

15. Michael C. Jensen & William H. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, 3 J. FIN. ECON. 305 (1976).
16. Michael Waibel, Fragmentation in International Investment Law in Julie Bedard and Patrick W. Pearsall (eds.), *State of Arbitration: Essays in Honour of Professor George Bermann* (2022), https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4052586.
17. Note, *Individual Pro Rata Recovery in Stockholders' Derivative Suits*, 69 HARV. L. REV. 1314 (1956).
18. Paddy Ireland, *Company Law and the Myth of Shareholder Ownership*, 62 MOD. L. REV. 32 (1999).
19. R.H. Coase, *The Nature of the Firm*, 4 J.L. ECON. & ORG. 3 (1988).
20. Raphael Ren, Shareholder Protection in International Investment Law, 39(3) ARBITRATION INTL., 425 (2023).
21. Sandra K. Miller, *How Should U.K. and U.S. Minority Shareholder Remedies for Unfairly Prejudicial or Oppressive Conduct Be Reformed?*, 36 AM. BUS. L.J. 579.
22. Stephen M. Bainbridge, *Director Primacy: The Means and Ends of Corporate Governance*, 97 NW. U. L. REV. 547 (2003).
23. VanDuzer, J. Anthony, *Enhancing the Procedural Legitimacy of Investor-State Arbitration through Transparency and Amicus Curiae Participation*, 52 MCGILL LAW JOURNAL 681 (2007).
24. Vera Korzun, Shareholder Claims for Reflective Loss: How International Investment Law Changes Corporate Law and Governance, 40 U. PA. J. INT'L L. 189 (2018).

UN Document

1. Charter of Economic Rights and Duties of States, G.A. Res.3281 (XXIX), U.N. GAOR, 29th Sess., 2315th plen. mtg., U.N. Doc. A/RES/3281(XXIX (Dec. 12, 1974), *reprinted in* 14 I.L.M. 251 (1975).
2. G.A. Res. 3201 (S-VI), Declaration on the Establishment of a New International Economic Order, U.N. GAOR, 6th Special Sess., Supp. No. 1, U.N. Doc. A/RES/S-6/3201 (May 1, 1974).
3. U.N. Secretariat, Possible Reform of Investor-State Dispute Settlement (ISDS) Shareholder Claims and Reflective Loss, at 5, U.N. Doc. A/CN.9/WG.III/WP.170 (Aug. 9, 2019), https://docs.un.org/en/A/CN.9/WG.III/WP.170.
4. U.N. Secretariat, Possible reform of investor-State dispute settlement (ISDS) Draft provisions on procedural and cross-cutting issues, at 6, A/CN.9/WG.III/WP.231 (July 26, 2023), https://docs.un.org/en/A/CN.9/WG.III/WP.231.

網路資料

1. Business Roundtable, Statement on the Purpose of a Corporation, https://opportunity.businessroundtable.org/opportunity-commitment (last visited July 9, 2025).
2. Milton Freidman, The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits, N.Y. Times (Sept. 13, 1970), *at* https://www.nytimes.com/1970/09/13/archives/a-friedman-doctrine-the-social-responsibility-of-business-is-to.html (last visited July 9, 2025).

其他

1. Columbia Center on Sustainable Investment, *CCSI and UNCITRAL's Working*

*Group III on Investor-State Dispute Settlement Reform*, CCSI COLUMBIA, https://ccsi.columbia.edu/content/ccsi-and-uncitrals-working-group-iii-investor-state-dispute-settlement-reform (last visited July 9, 2025).

2. David Gaukrodger, *Investment Treaties as Corporate Law: Shareholder Claims and Issues of Consistency, OECD Working Papers on International Investment 2013/03*, OECD Investment Division, 2013.
3. David Gaukrodger, *Investment Treaties and Shareholder Claims for Reflective Loss: Insights from Advanced Systems of Corporate Law, OECD Working Papers on International Investment 2014/02*, OECD Investment Division, 2014.
4. Great Britain Law Commission, SHAREHOLDER REMEDIES: REPORT ON A REFERENCE UNDER SECTION 3 (1) (E) OF THE LAW COMMISSIONS ACT 1965 82-83 (s. n. 1997).
5. OECD (2011), The Role of Institutional Investors in Promoting Good Corporate Governance, Corporate Governance, OECD Publishing.
6. OECD Secretariat, *Shareholder Claims for Reflective Loss in Investor-State Dispute Settlement: A "Component-by-Component" Approach to Reform Proposals*, Informal Discussion Paper (Dec. 2021), https://uncitral.un.org/sites/uncitral.un.org/files/oecd_shareholder_claims_for_reflective_loss_in_isds_-_informal_discussion_paper_for_uncitral_wg_iii.pdf.
7. Organization for Economic Co-operation and Development, *International Investment Law: Understanding Concepts and Tracking Innovations* -A Companion Volume to International Investment Perspectives 49 (2008), https://doi.org/10.1787/9789264042032-en.
8. World Bank, Guidelines on the Treatment of Foreign Direct Investment pmbl. (1992).